



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA EURÓPSKEJ INTEGRÁCIE

Mechanizmy finančnej stabilizácie v Európskej únii  
Mechanisms of Financial Stabilisation in the European Union

Študent: Júlia Hrivíková  
Vedúci bakalárskej práce: Ing. Boris Navrátil, CSc.

Ostrava 2012

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra evropské integrace

## Zadání bakalářské práce

Student: **Júlia Hrivíková**  
Studijní program: B6202 Hospodářská politika a správa  
Studijní obor: 6210R004 Eurospráva  
Specializace: 00 Eurospráva  
Téma: Mechanismy finanční stabilizace v Evropské unii  
Mechanisms of Financial Stabilisation in the European Union

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Příčina vzniku evropských stabilizačních mechanismů
  3. Politicko – ekonomické souvislosti procesu ratifikace
  4. Možná rizika vyplývající se zavedení mechanismů stabilizace
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratek  
Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:


BALDWIN, R., D. GROS a L. LEAVEN. *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to be Done?* London: Centre for Economic Policy Research, 2010. 98 s. ISBN 978-1-907142-10-9.  
DE GRAUWE, Paul. *The Governance of a Fragile Eurozone*. Brussels: Centre for European Policy Studies, 2011, 28 s. ISBN 978-94-6138-096-8.  
GIANVITI, F., J. von HAGEN, A. O. KRUEGER, J. PISANI-FERRY a A. SAPIR. *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*. Bruegel: Blueprint, 2010. 48 s. ISBN 978-9-078910-18-3.

Formální náležitosti a rozsah bakalářské práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí bakalářské práce: **Ing. Boris Navrátil, CSc.**

Datum zadání: 25.11.2011

Datum odevzdání: 11.05.2012

  
\_\_\_\_\_  
prof. Ing. Karel Skokan, Ph.D.  
vedoucí katedry



  
\_\_\_\_\_  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Prehlasujem, že som celú prácu, vrátane všetkých príloh vypracovala samostatne.

V Ostrave dňa 10.5.2012

Júlia Hrivíková

Júlia Hrivíková

Na tomto mieste by som chcela poďakovať za cenné rady, pripomienky a inšpiráciu  
Ing. Borisovi Navrátilovi, CSc. počas vypracovávania bakalárskej práce.

## Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod.....</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Mechanizmy finančnej stabilizácie v Európskej únii a príčina ich vzniku.....</b>	<b>7</b>
2.1	Globálna finančná kríza a dlhová kríza v eurozóne .....	7
2.1.1	Pokračovanie finančných turbulencií v roku 2008.....	7
2.1.2	Výnosy vládnych dlhopisov .....	8
2.2	Globálne makroekonomické prostredie.....	9
2.2.1	Spomalenie rastu HDP .....	10
2.2.2	Miera inflácie .....	11
2.2.3	Deficit verejnej správy a hrubý verejný dlh .....	11
2.3	Mechanizmy finančnej stabilizácie .....	13
2.3.1	Európsky finančný stabilizačný mechanizmus – EFSM.....	14
2.3.2	Európsky nástroj finančnej stability – EFSF .....	16
2.3.3	Európsky stabilizačný mechanizmus– ESM .....	17
2.4	Programy finančnej asistencie .....	19
2.4.1	Program finančnej pomoci pre Grécko .....	19
2.4.2	Program finančnej pomoci pre Írsko .....	21
2.4.3	Program finančnej pomoci pre Portugalsko .....	22
2.5	Legislatívne opatrenia.....	23
2.5.1	Zmluva o stabilite, koordinácii a správe v hospodárskej a menovej únii .....	23
2.5.2	Balíček šiestich legislatívnych opatrení - tzv. „Six-pack“ .....	24
2.5.3	Posilnenie Paktu stability a rastu.....	25
2.6	Aktivity Euro systému v súvislosti s dlhovou krízou .....	26
2.6.1	Stresové testy.....	26
2.6.2	Dlhodobé refinančné operácie.....	26
2.6.3	Program pre trhy s cennými papiermi .....	27
<b>3</b>	<b>Politicko - ekonomické súvislosti zavádzania stabilizačných mechanizmov.....</b>	<b>28</b>
3.1	Politicko-ekonomické súvislosti procesu ratifikácie stabilizačných mechanizmov ..	29
3.1.1	Nemecko a Francúzsko .....	29
3.1.2	Taliansko, Španielsko, Grécko, Írsko, Portugalsko.....	34
3.1.3	Holandsko, Rakúsko, Belgicko, Fínsko a Luxembursko .....	37
3.1.4	Estónsko, Slovinsko a Slovensko.....	41
3.1.5	Malta a Cyprus .....	42
<b>4</b>	<b>Možné rizika mechanizmov finančnej stabilizácie .....</b>	<b>44</b>
4.1	Súvislosť správania sa finančných trhov so zapojením do menovej únie .....	44
4.1.1	Scenár Veľkej Británie .....	45

4.1.2	Scenár Španielska.....	46
4.2	Nevyriešená strata konkurencieschopnosti medzi členskými štátmi eurozóny .....	47
4.3	Časový nesúlاد v otázke likvidity .....	49
4.4	Finančný limit EFSF a ESM.....	51
4.5	Morálny hazard bankového sektora.....	52
4.6	Monetizácia dlhu, inflácia .....	54
4.7	Dopad záruk v EFSF a splatenia základného imania v ESM na verejné financie jednotlivých rozpočtov .....	57
<b>5</b>	<b>Záver.....</b>	<b>58</b>

Zoznam použitej literatúry

Zoznam skratiek

Zoznam skratiek

Prehlásenie o využití výsledkov bakalárskej práce

Zoznam príloh

Prílohy



# 1 Úvod

Keď v roku 2008 vypukla svetová finančná kríza a preliala sa do krízového stavu reálnej ekonomiky, makroekonomické ukazatele o prepade HDP, produkcii, zvýšení nezamestnanosti signalizovali nielen obrovský ekonomický úpadok, ale aj bezprecedentnú ukážku globálnej interdependencie všetkých svetových regiónov. O dva roky neskôr postihla kríza verejné financie jednotlivých štátov, či regiónov a začali sa búrlivé diskusie o udržateľnosti ich stavu a budúcom vývoji. Vzhľadom na hlbokú ekonomickú recesiú boli štáty nútené prevádzvať hospodársku politiku stimulujúcu hospodársky rast a zároveň sa zvyšovali ich výdaje na sociálne potreby vzhľadom na zvyšujúcu sa zamestnanosť, čo v konečnom dôsledku viedlo k vysokým rozpočtovým deficitom a zvyšovaniu verejných dlhov. Súčasne na finančných trhoch prebiehala vysoká nedôvera voči aktívam všetkého druhu a v neposlednom rade voči udržateľnosti verejných financií. Tieto faktory spolu so zvýšenými výnosmi vládnych dlhopisov sputili dlhovú krízu, v ktorej centre pozornosti je najmä eurozóna.

V súvislosti s existenciou integračného zoskupenia, akým je Európska únia, je riešenie vzniknutých finančných turbulencií oveľa komplexnejším a zložitejším problémom, štáty monetárnej únie sú nútené spolupracovať v tejto otázke na nadnárodnej úrovni a rozhodovať efektívne vzhľadom na zosúladenie potrieb jednotlivých štátov v jeden celok. Nemajú k dispozícii banky poslednej inštancie, ktorými boli pred uvedením spoločnej meny euro ich národné centrálné banky, a preto mechanizmy finančnej stabilizácie vzniknuté od čias prepuknutia dlhovej krízy fungujú na iných princípoch ako mechanizmy v krajinách so svojou vlastnou menou a monetárnou politikou.

Táto práca je venovaná jednotlivým mechanizmom finančnej stabilizácie, okolnostiam vedúcim k ich vzniku a princípe ich fungovania, politicko-ekonomickým súvislostiam procesu ich ratifikácie a možným rizikám plynúcim z ich existencie.

Cieľom tejto záverečnej práce je analyzovať okolnosti vedúce k dlhovej kríze, opísať jednotlivé mechanizmy finančnej stabilizácie, ktoré vzišli z prostredia nadnárodnej spolupráce štátov EÚ, preskúmať aktivity ostatných účastníkov tohoto integračného zoskupenia a ich ekonomické a politické súvislosti v jednotlivých krajinách. Hodnotenie účinnosti mechanizmov finančnej stabilizácie bude efektívne s odstupom času, preto cieľom práce je upozorniť na možné riziká, ktoré sa môžu v súvislosti s nimi vyskytnúť, či na ich nedostatky.

Prvá kapitola je zameraná na analýzu jednotlivých mechanizmov finančnej stabilizácie, počínajúc prvým záchranným balíkom pre Európsku úniu pozostávajúc z Európskeho

finančného stabilizačného mechanizmu, Európskeho nástroja finančnej stability a spoluúčasti Medzinárodného menového fondu. Ďalej popisuje jednotlivé programy finančnej pomoci pre štáty Grécko, Írsko a Portugalsko, ktoré sa dostali do pomerne významných finančných problémov a boli nútené v spolupráci s EÚ hľadať a realizovať vhodné riešenia pre vzniknutú situáciu, a na najnovšiu inštitúciu – Európsky stabilizačný mechanizmus. V neposlednom rade prvá kapitola obsahuje popis legislatívnych opatrení prijatých na nadnárodnej úrovni, ktoré majú za úlohu priniesť stabilitu a udržateľnosť verejných financií a upokojiť finančné trhy a podáva pohľad aj na aktivity Eurosystému a Európskej centrálnej banky.

Práve fakt, že tieto úkony sú realizované na nadnárodnej úrovni, ako to štátom ukladá európsky právny rámec, spôsobuje rad nielen ekonomických súvislostí, ale aj politických, ktorým je venovaná druhá kapitola tejto práce. Mnohé kľúčové inštitúcie Európskej únie pozostávajú z priamo či nepriamo volených reprezentantov svojich krajín, ktorí zastupujú okrem záujmov európskych aj svoje národné. Rozsah, akým sa jednotliví aktéri prikláňajú k týmto dvom rôznym pohľadom politiky priamo vplýva na ich rozhodnutia. Druhá kapitola je zameraná na motiváciu jednotlivých štátov vedúcu k schváleniu mechanizmov finančnej stabilizácie a popisuje stupeň finančnej integrácie medzi štátmi monetárnej únie. Práve táto integrovanosť je jedným z hlavných hnacích motorov iniciatívy a schválenia mechanizmov finančnej stabilizácie.

Týmto mechanizmom, či aktivitám Eurosystému a Európskej centrálnej banky sa však dostalo aj pomerne významného množstva kritiky upozorňujúcej na možné nedostatky, riziká a problémy vyplývajúce z ich existencie a fungovania a tieto upozornenia sú obsahom tretej kapitoly tejto práce. Mechanizmy, ktoré majú za úlohu stabilizovať verejný či bankový sektor v regióne EÚ a hlavne eurozóny nemusia podľa niektorých ekonomických autorít priniesť požadovanú efektívnosť.

## **2 Mechanizmy finančnej stabilizácie v Európskej únii a príčina ich vzniku**

Nepostradateľnou súčasťou porozumeniu problematiky mechanizmov finančnej stabilizácie je objasnenie okolností, ktoré viedli k ich vzniku. Táto kapitola je zameraná na objasnenie začiatku finančnej krízy a jej vplyvu na svet, EÚ, vzniku dlhovej krízy v eurozóne, vplyvu na makroekonomické prostredie, ktoré časovo korelovalo s jej trvaním. Ďalej sa kapitola venuje jednotlivým mechanizmom finančnej stabilizácie použitým, alebo súvisiacim s regiónom EÚ a eurozóny, ako inštitucionálnym, tak legislatívnym.

### **2.1 Globálna finančná kríza a dlhová kríza v eurozóne**

Nedostatočná regulácia finančných inštitúcií v Spojených štátoch odštartovala neistotu vo finančnej sfére, ktorá sa od augusta 2007 – a teda jej začiatku, časom rozmiestnila na celom svete. Rástol počet prípadov nesplácania tzv. rizikových hypoték na oceňovanie širšej triedy cenných papierov krytých hypotékami. Tieto cenné papiere boli zložité a neprehľadé, čo zťažovalo ich oceňovanie a viedlo tak k neschopnosti správne odhadnúť celkové bilancie bánk. Súčasne sa znižovala ochota k medzibankovým transakciám z dôvodu pochybností o prípadnej zmluvnej strane, či pochybách o vlastnej rizikovej angažovanosti. Banky začali hromadiť likviditu, čím poklesla celková likvidita na medzibankovom finančnom trhu, a to sa nepriaznivo odrazilo vo funkčnosti viacerých dielčích častiach finančných trhov. Od uplynutia týchto udalostí a čias veľkej neistoty sa zaznamenal mierny pokrok v oblasti odhaľovania a oceňovania rizikových angažovaností, ale naďalej pretrvávala neistota plynúca z obáv investorov a finančných inštitúcií na celom svete z možných strát. Celkovo charakterizuje Európska centrálna banka roky 2007 a 2008 ako napäté.

#### **2.1.1 Pokračovanie finančných turbulencií v roku 2008**

Európska centrálna banka vo svojej výročnej správe popisuje štyri hlavné obdobia rozširovania sa finančnej krízy za rok 2008.

Prvé obdobie, počínajúc januárom a trvajúc do februára, nenastali žiadne udalosti, ktoré by významne rušili finančné trhy.

V druhom období tj. marec až jún, sa udial kolaps jednej z najväčších investičných bánk a obchodníkov s cennými papiermi Bear Stearns, čím sa opäť vyvolalo napätie vyvstávajúce z obáv z ďalších bankových strát, zhoršujúceho sa makroekonomického

prostredia a zo zvyšujúcej sa ceny ropy. Dopadom týchto okolností bolo zvýšenie úrokových mier nezabezpečených nástrojov peňažného trhu.

Tretie obdobie je zase charakterizované ako obdobie finančnej stability a to konkrétne jún až september.

Udalosti, ktoré azda najmarkantnejšie zasiahli svetové finančné trhy a toky sa udiali vo štvrtom a poslednom období v roku 2008. Hneď na začiatku sa v priebehu niekoľkých dní odohrali nasledovné scenáre. Odpredaj banky Merrill Lynch a konkurz banky Lehman Brothers, poskytnutie núdzovej likvidity najväčšej americkej poisťovni AIG vládou Spojených štátov a zatvorenie najväčšej sporiteľne a úverovej banky Washington Mutual federálnymi orgánmi USA výrazne ovplyvnili budúce dianie a značne popisujú celkovú nestabilitu, ktorou boli charakterizované inštitúcie pôsobiace na finančných trhoch. V októbri už nastalo citelné rozšírenie napätia do eurozóny, ako uvádza Výročná správa vydaná Európskou centrálnou bankou (2008), sprevádzané prudkým prepadom akciových trhov a neutíchajúcemu zhoršovaniu makroekonomického prostredia. Ďalej v tejto správe stojí, že pád Lehman Brothers mal významný kaskádový efekt na bankový systém eurozóny. Súčasne s prebiehajúcimi opatreniami ECB, ktorá sa snažila zabezpečiť účastníkom finančného trhu prístup k likvidite, vlády eurozóny spoločne postupovali pri úsilí zachovať solventnosť tamojších bánk. Rok 2008 je charakteristický pre eurozónu obrovským kolísaním úrokových mier (najmä u nezabezpečených nástrojoch peňažného trhu) a veľkými problémami finančných inštitúcií.

### **2.1.2 Výnosy vládnych dlhopisov**

Investori začali uprednostňovať bezpečnejšie úložisko pre svoje investície a došlo tak k odklonu od držby akcií a iných rizikových aktív k držbe vládnych dlhopisov. Zvýšením dopytu po vládnych dlhopisoch sa znížil ich výnos, ako v Spojených štátoch, tak aj v Európe. Od začiatku roku 2008, kedy tieto výnosy boli na veľmi nízkej úrovni (2% ako uvádza Výročná správa Európskej centrálnej banky), sa postupne zvyšovali, a k značnejšiemu zvýšeniu výnosov vládnych dlhopisov došlo v roku 2010. V tomto čase stúpili výnosy z aktív emitovaných vládami hlavne v Grécku, Írsku a Portugalsku a miernejšie aj v Španielsku, Taliansku a Belgicku, súčasne sa týmto štátom eurozóny znížoval rating.

K stabilizácii vo výnosoch vládnych dlhopisov prispel aktívny prístup niektorých inštitúcií v EÚ, resp. v eurozóne. Príkladmi takéhoto prístupu sú kroky Eurosystemu, ktorý

predstavil Program pre trhy s cennými papiermi a tiež uskutočnil záťažové stresy finančného systému. Európska únia rozhodla o vytvorení Európskeho finančného stabilizačného mechanizmu a o spoločnosti European Financial Stability Facility, ktorých úlohu má prevziať neskoršie rozhodnutie o vytvorení trvalého Európskeho mechanizmu pre stabilitu. Okrem toho rozhodla o vytvorení Zmluvy o stabilite, koordinácii a správe hospodárskej a menovej únie, ktorá má posilniť fiškálnu disciplínu v EÚ. Konkrétnym mechanizmom finančnej stabilizácie ale bude menovaná samostatná podkapitola.

## **2.2 Globálne makroekonomické prostredie**

V roku 2008 sa pod vplyvom viacerých okolností narušil dlhodobý pozitívny ekonomický rast v globálne previazanom svete a krajiny boli vystavené utlmenými hospodárskymi aktivitami a tiež potrebami riešiť tento stav. Po bankrotoch veľkých amerických investičných bánk a zlej situácie viacerých dôležitých subjektov v septembri 2008, následnom preliatí hospodárskeho poklesu do zvyšných regiónov a zintenzívnení turbulencií na finančných trhoch stúplo vnímanie neistoty v súvislosti so všetkými druhmi aktív na historicky vysokú úroveň a zostalo významne zvýšené počas celého prvého štvrťroka 2009. V tomto období bolo obmedzené fungovanie finančných trhov a pretrvávala aj vysoká miera neistoty, ktorá spôsobila markantný pokles ukazovateľov dôvery podnikov a spotrebiteľov, po výraznom spomalení zaznamenanom vo všetkých oblastiach hospodárstva v poslednom štvrťroku 2008.

Ako ďalej uvádza Európska centrálna banka vo svojej výročnej správe (2009), vlády a centrálné banky prijali rozsiahle a doposiaľ bezprecedentné opatrenia na zníženie systémových rizík a obnovenie finančnej stability, no z globálneho hľadiska tieto aktivity nepriamo negatívne ovplyvnili predovšetkým potreby podnikov a domácností upraviť svoje bilancie. Dopady spomalenia ekonomiky začali pociťovať aj rozvíjajúce sa krajiny reagujúce na dianie v rozvinutých ekonomikách. Zavádzanie opatrení fiškálnej a menovej politiky zamerané na stabilizáciu finančného sektora po celom svete podporilo globálne aktivity dostávajúce sa do kladných pásiem v druhom štvrťroku 2009 a prispelo aj k miernemu zvýšeniu dôvery hospodárskych subjektov. V treťom štvrťroku sa už vo väčšine krajín zaznamenal pozitívny rast HDP odrážajúc rast globálnej aktivity v priemyselnej výrobe, ale aj aktivity v sektore služieb. Počas spomalenia ekonomiky bolo možné pozorovať vysokú mieru

synchronnosti v jednotlivých krajinách, avšak rozdiely zaznamenané vo fáze oživenia sa líšia. Hovorí o tom aj fakt, že v rozvíjajúcich sa krajinách sa hospodárske aktivity obnovujú značne rýchlejšie, ako v rozvinutých. Napriek týmto pozitívnym signálom, pretrvávali obavy spojené s ďalším vývojom globálneho rastu, a to vzhľadom na možné úpravy rozpočtov domácností, finančné obmedzenia pre súkromný sektor a doznievajúce mimoriadne opatrenia menovej a fiškálnej politiky. Oživovanie ekonomiky pokračovalo však aj v roku 2010, najmä v prvom polroku, za účasti oživenia svetového obchodu a za postupného znižovania nezamestnanosti z globálneho hľadiska. Stále však existujú veľké tlaky ohrozujúce hospodársku stabilitu a udržateľný rozvoj v svetovej ekonomike.

### 2.2.1 Spomalenie rastu HDP

Tempo rastu HDP v medziročnom zrovnaní podáva vysokú výpovednú hodnotu o výkonnosti danej ekonomiky. Obrovský prepád zaznamenaný na prelome rokov 2008 a 2009 hovorí o znížení hospodárskych aktivít v takmer všetkých dôležitých ekonomických regiónoch a poukazuje na fakt, že sa kríza nedotkla len finančnej sféry, ale prerástla v celkovú makroekonomickú nestabilitu, kôli ktorej boli nutné opatrenia vlád a centrálnych bánk.

**Tabuľka 2.2.1. Medziročné tempo rastu HDP vo svete, regióne EÚ, Číne, Japonsku a Spojených štátoch**

Región	2007	2008	2009	2010
EÚ	3,04	0,42	-4,39	1,96
Svet	3,96	1,49	-2,33	4,21
Čína	14,2	9,6	9,2	10,4
Japonsko	2,36	-1,17	-6,29	4
Spojené štáty	1,94	-0,02	-3,5	3

Zdroj: World Bank

Z Tabuľky č. 2.2.1. je možné pozorovať pokles hospodárskej aktivity pre obdobie medzi rokmi 2007-2010 štyroch svetových ekonomických veľmocií. Európska únia, Spojené štáty a Japonsko zaznamenali na prelome rokov 2008-2009 značný pokles tempa rastu HDP, či záporné ukazatele, menovite Japonsko a USA vykazovali záporný rast HDP pre roky 2008 aj 2009, čo sa týka Európskej únie, skončila s negatívnym rastom HDP pre rok 2009 a to s

hodnotou -4,39%. HDP krajiny Čína zostalo po celé sledované obdobie pozitívne. Hospodársky rast však z globálneho hľadiska nadobudol záporné hodnoty a kopíruje tak stav väčšiny krajín.

## 2.2.2 Miera inflácie

Ako uvádza Jurečka, Jánošíková a kolektív (2009), inflácia je zdrojom ekonomickej a v nadväznosti na to aj sociálnej nestability. Vnáša neistotu do ekonomického rozhodovania, hlavne do rozhodovania o investíciach. Rizikovosť sa zvyšuje, ak dochádza k obtiažnemu predvídaní cenových pohybov. Miera inflácie má výpovednú hodnotu o makroekonomickom prostredí.

**Tabuľka 2.2.2. Medziročná miera inflácie v Číne, Japonsku, Spojených štátoch a EÚ**

Región	2007	2008	2009	2010
Čína	4,75	5,86	-0,7	3,31
Japonsko	0,06	1,37	-1,35	-0,72
Spojené štáty	2,85	3,84	-0,36	1,64
EÚ	2,3	3,7	1	2,1

Zdroj: Eurostat, World bank, vlastné spracovanie

V Tabuľke č. 2.2.2. je zobrazená priemerná ročná miera inflácie. V roku 2009 poklesla v hlavných hospodárskych regiónoch aj do mínusových hodnôt (Čína, Japonsko, USA), aj keď aj v regióne EÚ sa objavili krátkodobé záporné miery inflácie, považovali sa za prechodný fenomén a v konečnom dôsledku pri ročnej priemernej miere inflácie zostala hodnota pozitívna. Rýchly pokles inflácie je podľa tvrdenia Výročnej správy Európskej centrálnej banky(2009) spôsobený „výrazným znížením cien komodít a rastúcou mierou nevyužitých kapacít v dôsledku prepadu globálnej hospodárskej aktivity“.

## 2.2.3 Deficit verejnej správy a hrubý verejný dlh

Tendencia zvyšovania štátneho dlhu sa javila najmä v krajinách, ktoré uskotočňovali rozsiahle vládne opatrenia vo finančných inštitúciách, alebo ktoré zaznamenali prudké makroekonomické spomalenie a riešili tento problém konkrétnymi krokmi. Vládne kroky v oblasti stabilizácie finančných orgánov môžu byť znárodnenie, finančné injekcie

(rekapitalizácia), odkúpenie a/alebo výmena finančných aktív a poskytnutie vládnych záruk<sup>1</sup>. V oblasti oživenia hospodárskeho rastu sa objavovali viaceré opatrenia, ktoré mali stimulovať ekonomiku, dotovať jednotlivé najviac postihnuté obory priemyselného spracovania, formy daňových úľav a pod. Európska centrálna banka vo svojej Výročnej správe (2009) uvádza, že Európska komisia odhaduje výšku celkových podporných opatrení za rok 2009 zameraných na finančnú a hospodársku stabilizáciu na 1,3% z HDP EÚ. Vládne intervencie v tejto oblasti sa často považujú za sporné, kôli širokej škále prijatých opatrení, či rizika deformácie správania sa hospodárskych subjektov na území.

V medziročnom porovnaní rokov 2007 a 2008 vzrástol objem dlhových cenných papierov vydávaných vládami, keď si finančné trhy pozvoľna začali vyberať bezpečnejšie aktíva k držbe. S príchodom hospodárskej krízy a ekonomického prepadu však boli štáty nútené prevádzať stimulujúce a ochranné opatrenia a tým výrazne zaťažili svoje rozpočty. Vysoký počet opatrení viedol k zvýšeniu výdavkov na strane štátu, hospodársky pokles viedol k zníženiu príjmov do štátneho rozpočtu, a to najmä klesajúcimi príjmami z priamych aj nepriamych daní. Nastala situácia, kedy štáty v niektorých prípadoch dramaticky zvyšovali deficit štátneho rozpočtu, a pred tým emitovali dlhopisy investorom. S rastúcou mierou zadlženosti a zároveň s rastúcim deficitom, ktorý bol dôsledkom vládnych opatrení reagujúc na krízu, klesala dôvera finančných trhov v udržateľnosť verejných rozpočtov, čo sa neskôr v niektorých prípadoch odzrkadlilo na vyšších požiadavkách na výnosy zo štátnych dlhopisov. To predstavovalo obrovské riziko úverových nákladov pre dlžníkov.

Prvým prípadom s obrovským rozpočtovým schodkom, obrovskou zadlženosťou krajiny a vysokým úverovým zaťažením, ktoré si vyžadovalo medzinárodnú pomoc bolo Grécko a aj to práve rozpútalo debaty na úrovni európskych lídrov a medzinárodných finančných inštitúcií. V nasledujúcom období sa fiškálna udržateľnosť stala jednou z najdôležitejších tém cez celé ekonomické a politické spektrum a orgány Európskej únie prijali viaceré bezprecedentné rozhodnutia na dosiahnutie stability, ktorým sa táto kapitola ešte bude venovať. Rok 2010 priniesol relatívne pokojný vývoj, vlády začali uvádzať do života krajiny šetrenie najmä na úrovni verejnej správy, alebo čiastkové zvyšovanie daní. V roku 2011 sa turbulentnými výnosmi z dlhopisov vyznačovalo napríklad Slovinsko, Taliansko, Maďarsko,

---

<sup>1</sup> EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. *Výročná správa 2010* [online]. Frankfurt nad Mohanom, 2011 [cit. 2012-03-18]. ISBN 1830-3005 (elektronická verzia). Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf>



ale problémy umiestniť na trhu svoje cenné papiere malo aj Nemecko, Rakúsko alebo Slovensko<sup>2</sup>.

**Tabuľka 2.2.3. Vývoj celkového hrubého verejného dlhu a deficitu u vybraných regiónov a krajín**

Región	Celkový hrubý verejný dlh/HDP				Deficit verejnej správy/HDP			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
EÚ	59,0	62,5	74,7	80,1	-0,9	-2,4	-6,9	-6,6
Eurozóna	66,4	70,2	79,9	85,3	-0,7	-2,1	-6,4	-6,6
Portugalsko	68,3	71,6	83,0	93,3	-3,1	-3,6	-7,3	-7,8
Taliansko	103,1	105,8	115,5	118,4	-1,6	-2,7	-5,4	-4,6
Írsko	24,8	44,2	65,2	92,5	0,1	-7,3	-14,2	-31,3
Grécko	107,4	113,0	129,3	144,9	-6,5	-9,8	-15,8	-10,6
Španielsko	36,2	40,1	53,8	61,0	1,9	-4,5	-11,2	-9,3

Zdroj: Eurostat

Z tabuľky 1.2.3. jasne vyplýva zvýšená miera zadĺženosti regiónu EÚ, eurozóny a štátov známych pod pojmom PIIGS<sup>3</sup>. Celkový hrubý verejný dlh dokonca u Grécka a Talianska v rozmedzí rokov 2007 až 2010 dosahuje trojciferné čísla, pričom gréckehy dlh má oveľa vyššie medziročné tepmo rastu verejného dlhu, čo evokuje naozajstný problém udržateľnosti dlhu a verejných financií. Grécko spolu s Portugalskom v rokoch 2007 až 2008 nebolo schopné ani raz udržať mieru zadĺženia krajiny a jej deficit v súlade s Maastrichtskými kritériami. Problémy fiškálnej nerovnosti zažívalo aj Írsko, kôli obrovským finančným výdajom v oblasti bankového sektoru vyprodukovalo deficit v roku 2010 31,3% z HDP.

Výsledné ukazovatele v červených políčkach značia nesúlad s Maastrichtskými kritériami.

## 2.3 Mechanizmy finančnej stabilizácie

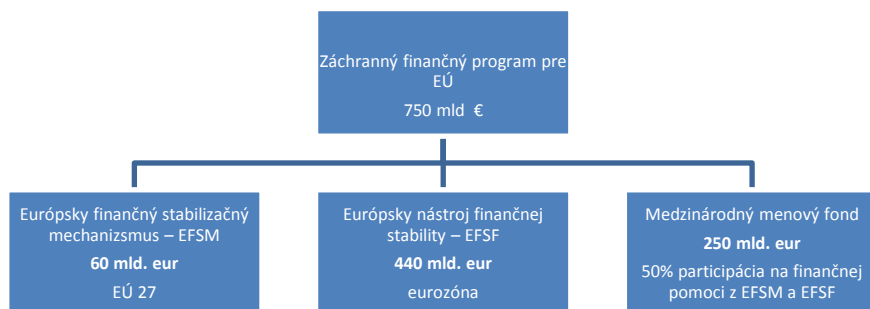
Inštitúcie Európskej únie prijali od začiatku finančných turbulencií viacero konsolidačných opatrení a programov určených na finančnú stabilizáciu v regióne. Dňa 10. mája 2010 bolo schválené Radou EÚ rozhodnutie o vytvorení prvého finančného záchranného programu pre Európu za účelom finančnej stabilizácie v hodnote 750 mld. eur. Pozostáva z troch častí, menovite sú to Európsky finančný stabilizačný mechanizmus, EFSF, a spoluúčasť Medzinárodného menového fondu. V približne rovnakom období členovia

<sup>2</sup> EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. *Výročná správa 2010* [online]. Frankfurt nad Mohanom, 2011 [cit. 2012-03-18]. ISBN 1830-3005 (elektronická verzia). Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf>

<sup>3</sup> PIIGS – z angl. Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain

eurozóny spolu s Medzinárodným menovým fondom zahájili finančnú pomoc Grécku vo forme bilaterálnych pôžičiek. Paralelne s týmito mechanizmami finančnej pomoci sa v období krízy vytvorili aj ďalšie opatrenia, ktoré prispievajú k finančnej stabilite, ako je napr. tzv. fiškálna zmluva, reformovaný Pakt stability a rastu, alebo aktivity zo strany Európskej centrálnej banky (Program pre trhy s cennými papiermi; stresové testy).

### Schéma 2.3. Schematické zobrazenie prvého finančného záchranného balíka pre EÚ



Zdroj: Európska komisia online, vlastné spracovanie

#### 2.3.1 Európsky finančný stabilizačný mechanizmus – EFSM<sup>4</sup>

Mechanizmus Európskej únie na základe článku 122 ods. 2 Zmluvy o fungovaní EÚ, ktorý bol uvedený ako jedno z opatrení Európskej únie s cieľom stabilizovať finančné trhy. Rada ECOFIN rozhodla o prijatí EFSM, ktorý vstúpil v platnosť dňa 11. 5. 2010<sup>5</sup>. Umožňuje Európskej komisii získať v mene EÚ finančné prostriedky v hodnote do 60 mld. eur na finančnú pomoc členským štátom EÚ, ktoré sú vystavené ekonomickým otrasom, alebo im tieto ostrasy hrozia. Tento záchranný program je garantovaný Európskou komisiou.

Členský štát, ktorý sa ocitne v ťažkostiach môže požiadať o pomoc Európsku komisiu a v spolupráci s ECB vypracovať návrh, ktorý je predložený na prerokovanie Európskej komisii a Ekonomickému a hospodárskemu výboru. Európska komisia takúto finančnú pomoc predostrie na summite, ktorý ho musí kvalifikovanou väčšinou schváliť. Tieto úvery krajinám v núdzi podliehajú prísnyim pravidlám a realizujú sa v kontexte spoločných programov s MMF, ktorý by mal do jednotlivých programov poskytovať finančné prostriedky minimálne vo výške 50% príspevku EÚ.

<sup>4</sup> Angl. European financial stabilisation mechanism

<sup>5</sup> EU. Council regulation establishing a European financial stabilisation mechanism. In: Brussels, 2010, 407/2010. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:118:0001:0001:EN:PDF>

EFSM dovoľuje komisii požičať si na finančných trhoch v mene EÚ pod zárukou rozpočtu EÚ. Komisia potom poskytuje tieto finančné prostriedky žiadajúcej krajine. Táto pomoc je určená všetkým členským štátom, avšak predpokladá sa, že bude primárne využívaná v krajinách eurozóny.

EFSM nie je v rozpore s článkom 125 Zmluvy o fungovaní EÚ, ktorý hovorí: „*Únia nezodpovedá za záväzky ani nepreberá záväzky ústredných vlád, regionálnych, miestnych a iných verejných orgánov, iných subjektov spravovaných verejným právom alebo verejnoprávnych podnikov ktoréhokoľvek členského štátu bez toho, aby boli dotknuté vzájomné finančné záruky spoločného uskutočnenia určitého projektu. Členský štát nezodpovedá za záväzky ani nepreberá záväzky ústredných vlád, regionálnych, miestnych a iných verejných orgánov, iných spravovaných verejným právom alebo verejnoprávnych podnikov iného členského štátu bez toho, aby boli dotknuté vzájomné finančné záruky spoločného uskutočnenia určitého projektu.*“<sup>6</sup>

**Tabuľka 2.3.1. Realizované programy EFSM**

Suma(v€)	Doba splatnosti úveru	Schválené dňa	Príjemca	Vyplatené dňa
5 mld.	5	05.01.11	Írsko	12.01.11
3,4 mld.	7	17.03.11	Írsko	24.03.11
4,75 mld.	10	24.05.11	3 mld. eur pre Írsko, 1,75 mld. eur pre Portugalsko	31.05.11
4,75 mld.	5	25.05.11	Portugalsko	01.06.11
5 mld.	10	14.09.11	Portugalsko	21.09.11
4 mld.	15	22.09.11	0,5 mld. eur pre Írsko, 0,6 mld. eur pre Portugalsko	29.09.11
1,1 mld.	7	29.09.11	1,5 mld. eur pre Írsko, 1,5 mld. eur pre Portugalsko	06.10.11
3 mld.	30	09.01.12	1,5 mld. eur pre Írsko, 1,5 mld. eur pre Portugalsko	16.01.12
3 mld.	20	27.02.12	Írsko	05.03.12

Zdroj: Európska komisia online

Summa summarum boli do dňa 5.3.2012 z prostriedov EFSM poskytnutých 34 mld. eur, z toho 18,4 mld. eur Írsku a 15,6 Portugalsku.

<sup>6</sup> EU. Konsolidované znenie zmluvy o fungovaní Európskej únie. In: Brusel, 2010. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:sk:PDF>

### 2.3.2 Európsky nástroj finančnej stability – EFSF<sup>7</sup>

Rozhodnutie členských štátov eurozóny na medzinárodnej úrovni o zriadení akciovej spoločnosti EFSF z 10. mája roku 2010, ako súčasť záchranného balíka pre finančné turbulencie v eurozóne, takisto prispelo k zreteľnému zlepšeniu podmienok na finančných trhoch. Sídli v Luxembursku a riadi sa jeho platnou legislatívou a jej oficiálny vznik sa dátuje 7. 6. 2010<sup>8</sup>. Dohoda eurozóny a ministrov financií EÚ z 20.6. 2011 rozhodla o zvýšení garančných záruk z pôvodných 440 mld. eur na 780 mld. eur<sup>9</sup> a rozšírení kompetencií EFSF. Táto suma sa dotýka členských štátov eurozóny, avšak nie je vylúčená participácia zvyšných členov EÚ. Úverová kapacita EFSF predstavuje (po zvýšení z pôvodných 255,5 mld. eur) 440 mld. eur.

**Tabuľka 2.3.2 Pôvodný a navýšený EFSF**

	<b>EFSF I (pôvodný)</b>	<b>EFSF II (navýšený)</b>
Objem záruk	440 mld. eur	780 mld. eur
Úverová kapacita	255,5+/-	440 mld €
Oficiálny vznik	07.06.10	18.10.11
Účel	<ul style="list-style-type: none"><li>• prevádzať dočasnú finančnú asistenciu vydávaním dlhových nástrojov,</li><li>• vo výnimočných prípadoch vykonávať intervencie na primárnom trhu s dlhopismi,</li><li>• nemá povolenie vykonávať intervencie na sekundárnom trhu,</li></ul>	<p>Prevádza finančnú asistenciu:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• vydávaním úverov,</li><li>• preventívnymi nástrojmi,</li><li>• nástrojmi na financovanie rekapitalizácie finančných inštitúcií v EAMS pomocou pôžičiek zahrňujúce aj krajiny mimo zriadených programov,</li><li>• nástroje na kupovanie dlhopisov na primárnom aj sekundárnom trhu</li></ul>

Zdroj: EFSF online

Finančné prostriedky sú určené na poskytovanie úverov krajinám eurozóny, ktoré majú prostredníctvom EFSF tak možnosť získať lacnejšiu formu financovania ako im ponúkajú tradičné finančné trhy. Táto spoločnosť je oprávnená emitovať dlhové cenné papiere zaručené pomerným spôsobom krajinami eurozóny do celkovej výšky 440 mld. eur. EFSF sa dočkal veľmi dobrých hodnotení od ratingových agentúr, konkrétne od agentúry Standard & Poor's má v súčasnosti hodnotenie AA+, od Moody's Aaa, a nakoniec od Fitch Ratings

<sup>7</sup> EFSF z angl. European Financial Stabilisation Facility

<sup>8</sup> EU. EFSF Framework Agreement. In: Brussels, 2010. Dostupné z: [http://www.efsf.europa.eu/attachments/20111019\\_efsf\\_framework\\_agreement\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/20111019_efsf_framework_agreement_en.pdf)

<sup>9</sup> Luxembourg. European Financial Stability Facility. In: Luxembourg: EFSF, 2010. Dostupné z: [http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/faq_en.pdf)

AAA<sup>10</sup>. Tento mechanizmus mal byť realizovaný do polovice roka 2013, išlo teda o dočasný mechanizmus.

V procese žiadania, schvaľovania a uvoľnenia úverov pre člena, ktorý sa ocitne vo finančných ťažkostiach, existuje jasný proces s trvaním od podania žiadnosti do poskytnutia úveru končnému príjemcovi 3-4 týždne. Žiadateľ podáva oficiálnu žiadosť na pôde lídrov eurozóny. Následne sa žiadosťou zaoberá Európska komisia a vedie rokovania so žiadateľom o stabilizačnom programe v danej krajine so snahou konsolidovať verejné financie a vyhnúť sa do budúcnosti podobnej situácii, pri týchto úkonoch spolupracujú s MMF a ECB. K schválení úveru dochádza súhlasom medzi Európskou komisiou, MMF a samotným žiadateľom, musí však byť udelený súhlas aj od zboru guvernérov MMF a Euroskupinou. Nasledujú záverečné technické kroky zo strany EFSF, ktoré úver poskytnú príjemcovi.

Tak ako v prípade EFSM, aj úvery čerpané z EFSF musia rešpektovať prísne podmienky a na ich realizácii sa podieľa MMF finančnými prostriedkami vo výške minimálne 50% príspevku od eurozóny. Dokopy bolo z EFSF vyplatených takmer 20 mld. eur<sup>11</sup>.

### 2.3.3 Európsky stabilizačný mechanizmus– ESM<sup>12</sup>

Počiatky diskusií európskych autorít o vytvorení ESM siahajú do konca roka 2010. Európska rada 25.3. 2011 prijala rozhodnutie 2011/199/EÚ, ktorým sa mení a dopĺňa článok 136 Zmluvy o fungovaní Európskej únie v súvislosti s mechanizmom pre stabilitu pre členské štáty, ktorých menou je euro, ktorým sa k článku 136 pridáva tento odsek: *„Členské štáty, ktorých menou je euro, môžu vytvoriť mechanizmus pre stabilitu, ktorý sa má v nevyhnutných prípadoch aktivovať na zabezpečenie stability eurozóny ako celku. Poskytnutie akejkoľvek požadovanej finančnej pomoci v rámci mechanizmu bude podliehať prísnej*

---

<sup>10</sup> ABOUT EFSF. *European Financial Stabilisation Facility* [online]. 2012 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>

<sup>11</sup> Lending operations. *EFMF* [online]. 2012 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm>

<sup>12</sup> Angl. European Stabilisation Mechanism - ESM

podmienosti.<sup>13</sup>. Tento dotatok právne, bez dodatočných pochybností, umožnil vznik medzivládnej organizácie ESM.

24. 6. 2011 Európska rada potvrdila rozhodnutie o založení ESM, stáleho stabilizačného mechanizmu pre región eurozóny, ktorý má prevziať úlohy, ktoré do tej doby plní EFSM a EFSF počínajúc júnom 2013, sídliať v Luxembursku, riadiac sa medzinárodným právom. Po tomto schválení nasledovala ratifikácia v členských štátoch eurozóny, ktorá nakoniec skončila odobrením u všetkých členov a ESM v súčinnosti s MMF tak môže poskytovať finančnú pomoc členovi EMS v prípade, že sa zhorší jeho zvyčajný prístup financovania na trhu.

Zakladajúca zmluva určuje základné imanie vo výške 700 mld. eur, táto suma je rozdelená na 7 miliónov akcií po 100 000 eur a počiatočná celková úhrnná nominálna hodnota splatených akcií je 80 mld. eur, ktorú sú členovia EMS povinný splatiť podľa distribučného kľúča. Rada guvernérov môže kedykoľvek vyzvať členov EMS na úhradu schváleného nesplateného imania, ktorá musí byť po výzve uhradená do siedmich dní.

**Tabuľka 2.3.3. Podiely jednotlivých štátov na základnom imaní ESM**

Člen EMS	Kľúč EMS	Akcie v počte	Upísané imanie (v eurách)
Belgicko	3,4771	243 397	24 339 700 000
Nemecko	27,1464	1 900 248	190 024 800 000
Estónsko	0,1860	13 020	1 302 000 000
Írsko	1,5922	111 454	11 145 400 000
Grécko	2,8167	197 169	19 716 900 000
Španielsko	11,9037	833 259	83 325 900 000
Francúzsko	20,3859	1 427 013	142 701 300 000
Taliansko	17,9137	1 253 959	125 395 900 000
Cyprus	0,1962	13 734	1 373 400 000
Luxembursko	0,2504	17 528	1 752 800 000
Malta	0,0731	5 117	511 700 000
Holandsko	5,7170	400 190	40 019 000 000
Rakúsko	2,7834	194 838	19 483 800 000
Portugalsko	2,5092	175 644	17 564 400 000
Slovinsko	0,4276	29 932	2 993 200 000
Slovensko	0,8240	57 680	5 768 000 000
Fínsko	1,7974	125 818	12 581 800 000
Spolu	100	7 000 000	700 000 000 000

Zdroj: Treaty of establishing the European stabilisation mechanism

<sup>13</sup> EU. Konsolidované znenie zmluvy o fungovaní Európskej únie. In: Brusel, 2010. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:sk:PDF>

Organizačná štruktúra EMS spočíva v rade guvernérov a správnej rade, ako v existencii funkcie generálneho riaditeľa a ďalších vlastných zamestnancov podľa potreby. Rozhodnutia rady guvernérov a správnej rady sa prijímajú na základe vzájomnej dohody, kvalifikovanou alebo jednoduchou väčšinou, ako je uvedené v tejto zmluve (prijatie rozhodnutia kvalifikovanou väčšinou si vyžaduje 80 % odovzdaných hlasov, prijatie rozhodnutia jednoduchou väčšinou si vyžaduje väčšinu odovzdaných hlasov). Na všetky rozhodnutia musí byť prítomné kvórum 2/3 členov s hlasovacím právom, ktorí spolu predstavujú najmenej 2/3 hlasovacích práv. Hlasovacie práva každého člena EMS, ktoré vykonáva jeho poverenec alebo zástupca poverenca v rade guvernérov alebo správnej rade, sa rovnajú počtu akcií, ktoré mu boli pridelené na schválenom základnom imaní EMS (ako je uvedené kľúči na určenie príspevkov do EMS).

Proces finančnej asistencie začína oficiálnou žiadosťou člena adresovanou ESM. Európska komisia spoločne s MMF a v spolupráci s ECB odhadne potrebné množstvo financií a v tom istom zložení vyjednávajú so žiadateľom program založený na konsolidácii narušenej hospodárskej alebo fiškálnej oblasti. Európska rada schvaľuje predložený program a Európska komisia podpisuje v mene členov ESM zmluvu s budúcim príjemcom financií, a následne finančnú asistenciu odobruje správna rada ESM, ktorá taktiež pripraví jej technické aspekty. Za monitorovanie podmienok je zodpovedná Európska komisia, MMF (+ECB).

## **2.4 Programy finančnej asistencie**

Pre štáty Grécko, Írsko a Portugalsko boli realizované programy finančnej pomoci. Každá z nich má svoje špecifiká a spôsoby financovania. Nasledujúci text sa týmto programom venuje v hlbšej analýze po finančnej i právnej stránke.

### **2.4.1 Program finančnej pomoci pre Grécko**

Nadmerné zvyšovanie miezd neúmerne k zvyšovaniu produktivity zamestnancov viedlo k zvýšeniu domáceho dopytu a k zhoršovaniu konkurencieschopnosti ekonomiky prispela aj liberalizácia finančného sektora so znížením úrokových mier spojená s prijatím

aura. Strata disciplíny vo fiškálnej politike bola spojená s optimistickými vyhliadkami na nekonečný rast hospodárstva. Oproti priemernému medziročnému rastu HDP v eurozóne, ktorá bola 2% v rokoch 2000 – 2009, sa v Grécku v rovnakom období medziročné tepmo rastu HDP pohybovalo v priemere okolo 4%<sup>14</sup>. Avšak ako sa neskôr ukázalo, dôležité zrejme bolo nasledovať len rast HDP ako taký, ale výrazné zmeny v jednotlivých zložkách. V rokoch 2000 – 2009 sa exportná zložka HDP znížila z 25% na 19% a paralelne s tým sa zvýšila verejná spotreba zo 44% na 50%<sup>15</sup>. Zvyšovanie verejných výdavkov súviselo aj s obrovským rastom miezd zamestnancov vo verejnej správe, z nadmerných daňových únikov a s nekonečných prehnaných optimistických vyhliadok na príjmy do rozpočtu.

Krátko po rozhodnutí Grécka prijať euro, už v decembri roku 2000, grécka vláda schválila program stability, ktorý prijal strednedobé ciele o vyrovnanom rozpočte, ktoré ale nikdy neboli naplnené. Naplnené nebolo nikdy ani Maastrichtské kritérium, ktoré ukladá štátom povinnosť stláčať deficit rozpočtu pod 3% z HDP. Už v roku 2000 malo Grécko dlh 103,4% HDP, ktoré do roku 2005 bolo schopné znížiť na 100%, ale už v roku 2009 sa hodnota gréckeho verejného dlhu vyšplhala na 129,3 a v roku 2010 na 144,9<sup>16</sup>.

V októbri 2009 po nástupe nástupe novej vlády táto vyhlásila, že za rok 2009 dosiahne Grécko deficit v dvojnásobne vyššej výške, než bolo odhadované. Ratingové agentúry znížili krajine hodnotenie schopnosti splácať záväzky. Začiatkom roka 2010 sa na pôde európskych inštitúcií vedú diskusie o možnej záchrane Grécka a eurozóny a po 23. apríli 2010, kedy Grécko oficiálne požiadalo opomoc členov eurozóny a MMF sa grécka vláda, Európska komisia, ECB a MMF dohodli na trojročnom záchrannom programe. Euroskupina jednomyselne odsúhlasila pomoc Grécku vo forme bilaterálnych pôžičiek riadených Európskou komisiou. Dňa 18. 5. 2010 bola Grécku vyplatená prvá časť zo záchranného balíka vo výške 14,5 mld. eur<sup>17</sup>.

## Financovanie programu pre Grécko

---

<sup>14</sup> EUROPEAN COMMISSION. *The economic adjustment programme for Greece* [online]. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications, 2010 [cit. 2012-03-18]. ISBN 978-92-79-15074-6. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2010/pdf/ocp61\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/pdf/ocp61_en.pdf)

<sup>15</sup> Ref 9

<sup>16</sup> EUROPEAN COMMISSION. *The economic adjustment programme for Greece* [online]. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications, 2010 [cit. 2012-03-18]. ISBN 978-92-79-15074-6. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2010/pdf/ocp61\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/pdf/ocp61_en.pdf)

<sup>17</sup> European economy. Occasional papers. EUROPEAN COMMISSION [online]. 2010 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2010/op61\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/op61_en.htm)



- 80 mld. eur členovia eurozóny cez bilaterálne pôžičky, pričom distribučný kľúč kopíruje podiely na kapitále v ECB
- 30 mld. eur od Medzinárodného menového fondu

V súčasnosti je členskými štátmi odsúhlasený druhý balík záchranej pomoci pre Grécko v hodnote 130 mld. eur, ktorý je nastavený pre roky 2012 – 2014<sup>18</sup>.

## 2.4.2 Program finančnej pomoci pre Írsko

Írske hospodárstvo zaznamenalo od 90. rokov výrazný rast, vďaka citlivej fiškálnej politike a profitovaní na integračnom zblížení s EÚ a orientácii na export. Krátko pred krízou dokonca domáci dopyt prekonal export, čo súviselo s nadmerným a neadekvátnym zvyšovaním cien (najmä nehnuteľností) a prehriata írska ekonomika zažila hospodársky šok. Spolu s nevyrovnanou fiškálnou politikou sa krajina musela vyrovnávať s chátrajúcou bankovou sférou, čo sa koniec-koncov odrazilo aj v dôvere, či skôr nedôvere investorov v udržateľnosť írskeho dlhu.

Tieto výzvy napokon viedli írske authority k podaniu žiadosti o finančnú asistenciu dňa 21. 11. 2010, ktorá bola dohodnutá medzi írskou vládou, Európskou komisiou a MMF a v spolupráci s ECB. Túto žiadosť pozitívne odsúhlasil ECOFIN a výkonná rada MMF v decembri 2010. Program stanovuje celkovo 85 mld. eur, ktoré by mali byť poskytnuté v trojročnom období 2011 – 2013. 50 mld. eur je vyčlenených pre potreby fiškálnej politiky a ekonomické reformy podporujúce hospodársky rast a zvyšných 35 mld. eur pre podporu bankového sektora.

### Financovanie programu pre Írsko

- 17,5 mld. eur prispieva do záchranného programu samotné Írsko
- 67,5 mld. eur pochádza z externých zdrojov
- 22,5 mld. eur z MMF
- 22,5 mld. eur z EFSM

---

<sup>18</sup> EUROPEAN COMMISSION. *The second economic adjustment programme for Greece* [online]. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications, 2012 [cit. 2012-03-18]. ISBN 978-92-79-22849-0. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2012/pdf/ocp94\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp94_en.pdf)

- 11,7 mld. eur z EFSF + bilaterálne pôžičky od Veľkej Británie (3,8 mld.), Dánska (0,4 mld.) a Švédska (0,6 mld.).

Prvá finčná pomoc smerujúca do Írska od EFSM bola uvoľnená 12.1.2011, úročená bola úrokom 5,51%. Tento úrok je vypočítaný ako náklady na získanie financií pre EÚ (2,59%) a marža stanovená pre Írsko(2,925%)<sup>19</sup>

### 2.4.3 Program finančnej pomoci pre Portugalsko

Portugalská ekonomika nezaznamenávala vysoký rast HDP ani dekádu pred vypuknutím krízy. Medziročný nárast HDP sa pohyboval okolo v hodnotách okolo 1% +/- (menovite rok 2002 0,8%; rok 2005 0,8%; rok 2008 0,0%), alebo dokonca v záporných hodnotách (rok 2003 -0,9%)<sup>20</sup>. Znížená konkurencieschopnosť, ktorá bola do značnej miery vyvolaná neustálym zvyšovaním miezd a hlbokými štrukturálnymi problémami, začala postupne akumulovať vysoký zahraničný dlh. Nie-len v pojatí fiškálnej politiky, ale tiež zadlžovanie domácností a súkromného sektora vyvolali vysokú závislosť na zahraničnom finančnom kapitále. Do tej doby bankový sektor nebol nakazený systémovými problémami tak ako v Írsku,

Avšak zvyšujúci tlak zo strany finančných trhov, ktoré čím ďalej tým prestali dôverovať Portugalsku v udržateľnosť dlhu napokon zasiahol aj bankový sektor. Portugalsko čelilo vysokým výnosom z vlastných dlhopisov a krajina tak zostala neschopná refinancovať svoje dlhy pri úrokovej miere, ktorá nezaručovala dlhodobú fiškálnu udržateľnosť. Paralelne bol bankový sektor závislý na externom financovaní v značnej miere odpojený od medzinárodných finančných trhov.

Portugalská vláda podala žiadosť o finančnú pomoc dňa 7. apríla 2011. Spolu s Európskou komisiou, MMF a ECB vypracovali program, ktorého cieľom má byť obnovenie dôvery, vrátiť krajine udržateľný rast HDP a chrániť finančnú stabilitu Portugalska, eurozóny a EÚ. Program bol odsúhlasený 30. 5. 2011 Európskou radou a 20. mája výkonnou radou MMF. Finančný balíček pre Portugalsko predstavuje spolu 78 mld. eur pre možné potreby

<sup>19</sup> EUROPEAN COMMISSION. *The economic adjustment programme for Ireland* [online]. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications, 2011 [cit. 2012-03-18]. ISBN 978-92-79-19326-2. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2011/pdf/ocp76\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/pdf/ocp76_en.pdf)

<sup>20</sup> EUROPEAN COMMISSION. *The economic adjustment programme for Portugal* [online]. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications, 2011 [cit. 2012-03-18]. ISBN 978-92-79-19332-3. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2010/pdf/ocp61\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/pdf/ocp61_en.pdf)

fiškálnej politiky a pre podporu bankového systému. Poskytnutý má byť v období rokov 2011 – 2014.

## **Financovanie programu pre Portugalsko**

- 26 mld. eur z MMF
- 26 mld. eur z EFSM
- 26 mld. eur z EFSF

78 mld. eur je rovnomerne rozdelené na tretiny a narozdiel od Írska, Portugalsko neprispieva do tohto programu svojimi finančnými prostriedkami.

## **2.5 Legislatívne opatrenia**

### **2.5.1 Zmluva o stabilite, koordinácii a správe v hospodárskej a menovej únii**

O možných turbulenciách v rozpočtovej disciplíne členov Európskej únie sa diskutovalo dlhší čas a napokon táto debata vyústila do podpísania novinárskym žargónom označovaná tzv. fiškálnej zmluvy 2. 3. 2012, ktorá je podpísaná členmi EÚ s výnimkou Českej republiky a Veľkej Británie. Je to významný krok pre európske krajiny, ktoré sa dohodli, že sa nebudú viac zadlžovať. Zmluva je prepojená na fungovanie Európskeho stabilizačného mechanizmu, a to tým spôsobom, že poskytnutie akejkoľvek pomoci z ESM bude podmienené ratifikáciou fiškálnej zmluvy v jednotlivých krajinách.

Účel zmluvy azda najlepšie vystihuje článok 1, v ktorom sa uvádza: „*Zmluvné strany ako členské štáty Európskej únie prostredníctvom tejto zmluvy súhlasia s posilnením ekonomického piliera hospodárskej a menovej únie prostredníctvom prijatia súboru pravidiel určených na posilnenie rozpočtovej disciplíny na základe rozpočtovej dohody, posilnenie koordinácie ich hospodárskych politík a na zlepšenie správy eurozóny, a to v záujme podpory osiahnutia cieľov Európskej únie spočívajúcich v udržateľnom raste, zamestnanosti, konkurencieschopnosti a sociálnej súdržnosti.*“<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> EÚ, ZMLUVA O STABILITE, KOORDINÁCII A SPRÁVE V HOSPODÁRSKEJ A MENOVEJ ÚNII. In: Brusel, 2011. Dostupné z: [http://european-council.europa.eu/media/639161/19\\_--\\_tscg.sk.12.pdf](http://european-council.europa.eu/media/639161/19_--_tscg.sk.12.pdf)

Stanovuje maximálny možný štrukturálny deficit vo výške 0,5% HDP (u členov, ktorých hrubý verejný dlh je signifikantne pod 60% z HDP, u ktorých nehrozia riziká dlhodobej neudržateľnosti, je možné dosiahnuť deficit 1,0%). Monitorovanie dodržiavania tohto pravidla pripadá Rade EÚ a Európskej komisii. Za predpokladu potreby, tiež ukladá členom eurozóny povinné neformálne stretnutia, k týmto „Euro summit meetings“ sa pripája akýkoľvek nečlen eurozóny, ktorý podpísal Zmluvu o stabilite, koordinácii a riadení v hospodárskej a menovej únii. Zmluva vstupuje v platnosť 1.1.2013, za podmienky, že bola ratifikovaná v dvanástich členských štátoch eurozóny, alebo v prvý deň mesiaca nasledujúceho po ratifikácii posledného člena eurozóny, ak termín 1.1. 2013 nebol naplnený.

## **2.5.2 Balíček šiestich legislatívnych opatrení - tzv. „Six-pack“**

13. 12. 2011 vstupuje do platnosti balíček šiestich opatrení, ktorý je zložený z piatich regulatívnych opatrení a z jedného nariadenia. Predstavuje dôležitý míľnik v oblasti prehĺbenia hospodárskej a monetárnej únie. Od dátumu platnosti tohto balíčka môžu byť udelené štátom, ktoré nevykazujú dostatok snahy v stanovených hospodárskych a fiškálnych oblastiach finančné sankcie a je aplikovateľný na všetkých dvadsaťsedem štátov EÚ.

Preventívny nástroj hovorí o zákaze presahovania deficitov nad 3%/HDP a prekročenia verejného dlhu nad 60%/HDP (alebo ukladá systematické znižovanie smerujúce k tejto hodnote). Stanovuje strednedobý cieľ pre vyrovnávanie štátneho rozpočtu, ktorý je špecifický každej krajine. Kvantifikuje tiež, čo je to signifikantná odchylka od daného od stanovených kritérií. Hlasovanie sa realizuje tzv. „mechanizmom spätného hlasovania“, čo znamená, že ak členské štáty nezahlasujú kvalifikovanou väčšinou proti, tak je návrh komisie súvisjúci s balíkom platný.

Balíček sa skladá zo štyroch legislatívnych opatrení korigujúce fiškálnu oblasť:

- zmena a doplnenie legislatívneho základu preventívnej časti Paktu stability a rastu,
- zmena a doplnenie legislatívneho základu korektívnej časti Paktu stability a rastu,
- nariadenie o efektívnom presadzovaní rozpočtového dohľadu v eurozóne,
- smernica o rozpočtových požiadavkách na rozpočtový rámec členských štátov,

a z dvoch legislatívnych opatrení určených na makroekonomický dohľad:

- nariadenie o prevencii a korekcii makroekonomických nerovnováh,
- nariadenie o opatreniach na presadzovanie korekcií nadmerných makroekonomických nerovnováh.<sup>22</sup>

V súvislosti s nariadením o prevencii a korekcii makroekonomických nerovnováh bola 14. februára prijatá prvá správa Európskej komisie o mechanizme varovania venovaná makroekonomickým nerovnováham, ktorá doporučuje ďalšie skúmanie makroekonomickej situácie v 12 krajinách EÚ (Belgicko, Bulharsko, Dánsko, Španielsko, Francúzsko, Taliansko, Cyprus, Maďarsko, Slovinsko, Fínsko, Švédsko, Veľká Británia)<sup>23</sup>. Ak štát opakovane nevykoná odporúčania plynúce zo správy, bude musieť zaplatiť ročnú pokutu vo výške 0,1%/HDP<sup>24</sup>.

### 2.5.3 Posilnenie Paktu stability a rastu

V polovici 90. rokov vzniesol nemecký minister financií Theo Waigel požiadavky na vytvorenie určitého rámcu pravidiel pre nastávajúce krajiny monetárnej únie. Rozhodnutím Európskej rady v roku 1997 sa vytvoril Pakt stability a rastu, ktorý mal zaistiť, že členské štáty eurozóny budú pokračovať v rozpočtovej disciplíne aj po zavedení eura. Po porušení jednotlivých pravidiel mohol byť členský štát penalizovaný ale vďaka následnému nedodržaniu pravidiel a nízkej efektívnosti paktu bol reformovaný v roku 2005. V súvislosti s dnešnými problémami vstupuje do platnosti v decembri 2011 tzv. posilnený Pakt stability a rastu, ktorý so sebou priniesol balík šiestich legislatívnych návrhov o správe ekonomických záležitostí a posiluje jeho kompetencie v oblasti verejných financií.<sup>25</sup>

---

<sup>22</sup> EU Economic governance "Six-Pack" enters into force. *Europa* [online]. 2011 [cit. 2012-04-30]. Dostupné z: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/898>

<sup>23</sup> Prvá správa komisie o mechanizme varovania: riešenie makroekonomických nerovnováh v EÚ. In: *EURÓPSKA KOMISIA* [online]. 2012 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/12/132&format=HTML&aged=0&language=SK&guiLanguage=en>

<sup>24</sup> Správa ekonomických záležitostí EÚ: Komisia predkladá komplexný balík legislatívnych opatrení. *EUROPA. PRESS RELEASES* [online]. 2010 [cit. 2012-04-28].

<sup>25</sup> Ref 22

## 2.6 Aktivity Eurosystému v súvislosti s dlhovou krízou

Ďalšími oprávnenými subjektami na podnikanie stabilizačných krokov je Eurosystém a Európska centrálna banka, na ktorú členské štáty monetárnej únie delegovali monetárnu politiku. Dopĺňujú aktivity hlavných inštitúcií EÚ, hlavne v otázke menovej stability.

### 2.6.1 Stresové testy

Stresové testy mali za úlohu odhadnúť celkovú odolnosť bankového sektora EÚ pri možných turbulenciách v kapitálových trhoch, najmä v súvislosti s rizikom štátnych dlhopisov a úrokových šokov. Jednalo sa o 91<sup>26</sup> bankových inštitúcií a testy zrealizoval Výbor európskych bankových dohľadov. Scenáre pri ktorých sa v testoch počítalo vychádzali z rôznych makroekonomických premenných (vývoj HDP, index spotrebiteľských cien a nezamestnanosť<sup>27</sup>). Výsledky testov potvrdili odolnosť EÚ a jej bankového sektora voči nepriaznivým hospodárskym šokom a výkyvom na finančných trhoch. Okrem výsledku priniesli stresové testy pozitívnu správu pre investorov, a to v oblasti posilnenia dôvery v bankovom sektore. Podrobným skúmaním bánk sa naskytl bezprecedentný transparentný náhľad na jednotlivé zložky týchto inštitúcií všetkým účastníkom relevantného trhu.

### 2.6.2 Dlhodobé refinančné operácie

Realizácia refinančných operácií je podľa mesačného bulletinu ECB stanovená na obdobie medzi októbrom 2011 a júlom 2011. V tomto období sa uskutočnili dve dlhodobé refinančné operácie mimoriadneho charakteru, ECB sprístupnila podľa svojich dostupných informácií pre bankový sektor v decembri 2011 489 mld. eur (doba trvania úroku 1134 dní) a na začiatku marca 2012 520 mld. eur (s dobou trvania úroku 1092 dní)<sup>28</sup>. Okrem týchto výslovne dlhodobých operácií zrealizovala niekoľko kratšie trvajúcich operácií, avšak stále sa radia medzi tzv. LTRO<sup>29</sup> operácie. Ich účel je poskytnutie likvidity v momentálnej krízovej situácii, ktorej čelí Európska únia.

---

<sup>26</sup> EU wide-stress test aggregate report. In: *European System of Financial Supervision* [online]. [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: [stress-test.esa.europa.eu/pdf/EBA\\_ST\\_2011\\_Summary\\_Report\\_v6.pdf](http://stress-test.esa.europa.eu/pdf/EBA_ST_2011_Summary_Report_v6.pdf)

<sup>27</sup> Ref 18

<sup>28</sup> History of all ECB open market operations. ECB. [online]. 2012 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: [http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/top\\_history.en.html](http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/top_history.en.html)

<sup>29</sup> Z angl. Long-Term Refinancing Operations

### 2.6.3 Program pre trhy s cennými papiermi

Operácie nákupu vládnych dlhopisov začala realizovať ECB na základe rozhodnutia ECB z dňa 14. 5. 2010 o zavedení programu pre trhy s cennými papiermi. Toto rozhodnutie explicitne uvádza, že program je súčasťou jednotnej menovej politiky Eurosystemu a bude sa uplatňovať dočasne a cieľom tohto programu je odstrániť poruchy vo fungovaní trhov s cennými papiermi a obnoviť náležité pôsobenie transmisného mechanizmu menovej politiky. Článok 3 rozhodnutia hovorí „*Centrálne banky Eurosystemu môžu za podmienok ustanovených v tomto rozhodnutí nakupovať: a) akceptovateľné obchodovateľné dlhové nástroje vydané ústrednými vládami alebo verejnoprávnymi subjektmi členských štátov, ktorých menou je euro, na sekundárnych trhoch a b) akceptovateľné obchodovateľné dlhové nástroje vydané subjektmi súkromného práva registrovanými v eurozóne na primárnych a sekundárnych trhoch.*“<sup>30</sup>

---

<sup>30</sup> ECB. Rozhodnutie Európskej centrálnej banky zo 14. mája 2010. In: Frankfurt nad Mohanom, 2010. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?mode=dbl&lang=en&ihmlang=en&lng1=en,sk&lng2=bg,cs,da,de,el,en,es,et,fi,fr,hu,it,lt,lv,mt,nl,pl,pt,ro,sk,sl,sv,&val=516346:cs&page=>

### **3 Politicko - ekonomické súvislosti zavádzania stabilizačných mechanizmov**

Hlavnými aktérmi rozhodujúcimi o stratégii, pomocou ktorej má EÚ bojovať proti dlhovej kríze, sú aktéri politický. Štruktúra zástupcov zvolených jednotlivými národmi počína európskymi summitmi, na ktorých sa zúčastňujú predsedovia vlád členských štátov, cez Radu EÚ, v ktorej zasadať jednotliví ministri, a Európsky parlament, do ktorého si občania krajín EÚ volia svojich priamych zástupcov. Ako legislatívny iniciátor pôsobí Európska komisia, ktorej členovia sú navrhovaní Európskou radou (už spomínanými vrcholnými vládными reprezentantami členských krajín) a schvaľovaný Európskym parlamentom (opäť zástupci občanov jednotlivých krajín volený priamou voľbou). Európski komisári sú de facto volení už zvolenými zástupcami, čím sa v určitej miere stráca demokratickosť, no na druhej strane by mala zostať zachovaná rovnaká politická línia pri každej voľbe európskeho komisára v súvislosti s líniou predvolebnou jednotlivých reprezentatov, čím sa zvyšuje legitimita tejto inštitúcie. Európska centrálna banka ako aktér významne zasahujúci do priebehu dlhovej krízy má vo svojich radoch členov volených bez prítomnosti „exekatívnej zložky EÚ“ - Európskej komisie, pretože je primárne zodpovedná za rozpočtovú politiku a mohlo by sa jednať o ohrozenie nezávislosti centrálnej banky. Úloha Európskeho parlamentu v tomto procese je konzultačného charakteru, a Európska rada len navrhuje jednotlivých členov na odporúčanie Rady EÚ.

Keďže sa z celkového hľadiska demokratickosti jedná o pomerne zložitý systém, nastáva otázka do akej miery sú jednotlivé rozhodnutia legitímne, a do akej miery sú jednotlivé rozhodnutia politicky naviazané na domáce verejnú mienku. Ak sú reprezentanti pôsobiaci v orgánoch EÚ silno naviazaní na svoje domáce politické prostredie, stráca EÚ ako taká silu v jednote a je neschopná rozhodovať o dôležitých otázkach ako jeden celok. Ak naopak, reprezentanti vnímajú skôr svoje zastúpenie ako zastúpenie Európskej únie, môže dochádzať k zníženiu autonómnosti jednotlivých štátov a vytvoriť tak negatívny dopad na vnímanie rôznych národnostných špecifik, ktoré prestanú byť vzaté v úvahu.

Jedným z najdiskutovanejších tém, týkajúcich sa mechanizmov finančnej stabilizácie, je modifikácia fungovania EFSF a zavedenie ESM. V celom procese ratifikácie tohto záchranného systému je veľký počet nedokonale zodpovedaných otázok, akými sú napríklad problém solidarity, problematika princípu demokracie, problém nekonečného hazardovania bánk, či problematika neustáleho porušovania rôznych typov európskych dokumentov, ktoré



zaväzujú signatárov k dodržiavaniu určitých pravidiel. Počas prvých desiatich rokov bolo až 97x<sup>31</sup> porušné niektoré z Maastrichtských kritérií, avšak doteraz nebola žiadna krajina za takéto správanie potrestaná. V roku 2004 dokonca Francúzsko a Nemecko vyhlásili, že tieto kritériá dodržiavať nebudú.

### **3.1 Politicko-ekonomické súvislosti procesu ratifikácie stabilizačných mechanizmov**

V októbri roku 2010 Európsky summit odsúhlasil potrebu stáleho mechanizmu finančnej stabilizácie, ktorý by mal nahradiť prvotný záchranný „val“ (EFSF + EFSM + participácia MMF). Na tomto stretnutí sa, pochopiteľne, zúčastnili zástupcovia všetkých členských krajín. Európska rada tiež uvítala zámer Komisie pripraviť v úzkej spolupráci s predsedom Európskej rady všeobecné prvky budúceho nového mechanizmu. V novembri už Euroskupina vyhlásila svoje súhlasné stanovisko o vytvorení tohto mechanizmu a vyjadrila sa k jeho fungovaniu a pravidlám. V marci 2011 ministri financií EÚ zverili detaily o fungovaní. Dňa 2.2.2012 bola definitívne podpísaná zmluva zakladajúca Európsky stabilizačný mechanizmus, a od tohto momentu sa čaká už len na samotnú ratifikáciu jednotlivých členských štátov eurozóny.

Zmluva sa dotýka len štátov eurozóny. V priebehu mesiacov, v ktorých prebiehala samotná ratifikácia, sa takmer v každej krajine vytvorili výrazné skupiny politikov, ktorí odmietali schváliť navýšenie EFSF, alebo sa ostro vyjadrovali proti zavedeniu ESM, a taktiež ekonomických odborníkov, ktorí vzniesli námietky voči nastávajúcej finančnej záchrane pre eurozónu.

Následujúce podkapitoly sú vytvorené podľa určitých spoločných špecifik pre jednotlivé skupiny štátov monetárnej únie.

#### **3.1.1 Nemecko a Francúzsko**

V Nemecku sa ostro proti záchrane členov eurozóny so zhoršenou fiškálnou situáciou vyhradilo politické zoskupenie CSU a pod vedením Petra Gauweilera podalo sťažnosť na

---

<sup>31</sup> SLOBODA A SOLIDARITA. *Euroval - Cesta k socializmu* [online]. 2011 [cit. 20.03.2012]. Dostupné z: <http://www.strana-sas.sk/euroval---cesta-k-socializmu/382>

ústavný súd<sup>32</sup>, hovoriac, že navyšovanie EFSF a eventuálne schválenie ESM je v rozpore ako s nemeckým právnym systémom, tak s európskym právom. Sťažnosť opierali o kľúčový rozpor fungovania ESM. Podľa CSU má dôjsť k základnému porušeniu nemeckých občianskych práv ukotvených v ústave, kedy peniaze, ktoré sú získané od daňových poplatníkov sú majetkom štátu a teda aj nemeckých občanov a nie sú určené na záchranu iných krajín s horšími výsledkami fiškálnej politiky. Súd nakoniec návrh zamietol, zároveň ale vyhlásil, že v budúcnosti musí mať nemecký parlament väčšie slovo pri schvaľovaní finančnej pomoci iným štátom, a teda v praxi to znamená, že každý ďalšie zvýšenie garancií v EFSF, či spatenie kapitálu ESM musí byť schválený parlamentným výborom, ktorého hlas nemusí byť za každých okolností istý. Nemecký právny systém odobril EFSF, jeho zmeny, a v tomto roku prešla parlamentom aj zmluva o vytvorení ESM<sup>33</sup>.

Na druhej strane v Nemecku prevládal aj silný názor, že mechanizmy finančnej stabilizácie musia byť navýšené a vytvorenie trvalého mechanizmu zabezpečujúceho finančnú stabilitu musí byť schválené. Pre Nemecko – ako jedného z hlavných ekonomických autorít Európy, by bola neexistencia domácej podpory veľkou ranou. Angela Merkelová spoločne s Wolfgangom Schäubleom – nemeckým ministrom financií, boli vystavený neustálej kritike z radov domácich politických zastupiteľov za zvyšovanie nemeckých záruk a zaťažovania nemeckých financií, opačný postoj k tomu však zaujímali ostatné európske authority, pre ktoré bolo schválenie mechanizmov životne dôležitým krokom. Tí kritizovali nemeckých tvorcov európskych stabilizačných opatrení za nedostatočné aktivity. Nemecké authority určite dobre zvažovali aj možný dopad bankrotujúcich krajín na ich vlastné bankové inštitúcie a enormné straty nemeckých investičných skupín. Deutsche Bundesbank uvádza, že nemecké banky vlastnili koncom roka 2010 aktíva krajín PIIGS vo výške 68 mld. eur.<sup>34</sup>

---

<sup>32</sup> Nemecký ústavný súd rozhodne o legitímnosti eurovalu. *Euractiv* [online]. 2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.euractiv.sk/ekonomika-a-euro/clanok/nemecky-ustavny-sud-rozhodne-o-legitimnosti-eurovalu-017762>

<sup>33</sup> Germany's Cabinet Approves Bill On Permanent Rescue Fund ESM. *Forexlive* [online]. 2012 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.forexlive.com/blog/2012/03/14/germanys-cabinet-approves-bill-on-permanent-rescue-fund-esm/>

<sup>34</sup> EU-wide stress test. *Bundesbank* [online]. 2010 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: [http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht\\_cebs\\_stresstest.en.php](http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht_cebs_stresstest.en.php)

**Tabuľka 3.1.1.1 Objem rizikovo vážených aktív krajín PIIGS držaných nemeckými bankami<sup>35</sup> (v miliardách eur)**

Írsko	Portugalsko	Grécko	Španielsko	Taliansko
1,005	3,577	7,933	18,611	36,822

Zdroj: Bundesbank

Ďalším faktorom vplývajúc na súhlasné stanovisko k iniciačným tendenciám pre vytváranie stabilizačných mechanizmov je do istej miery aj fakt, že medzi Nemeckom a zvyškom krajín EÚ existuje obrovská nerovnováha v exportných aktivitách. Nemecko generuje vysoké obchodné prebytky a spolu s Čínou patrí medzi najväčších exportérov na svete.

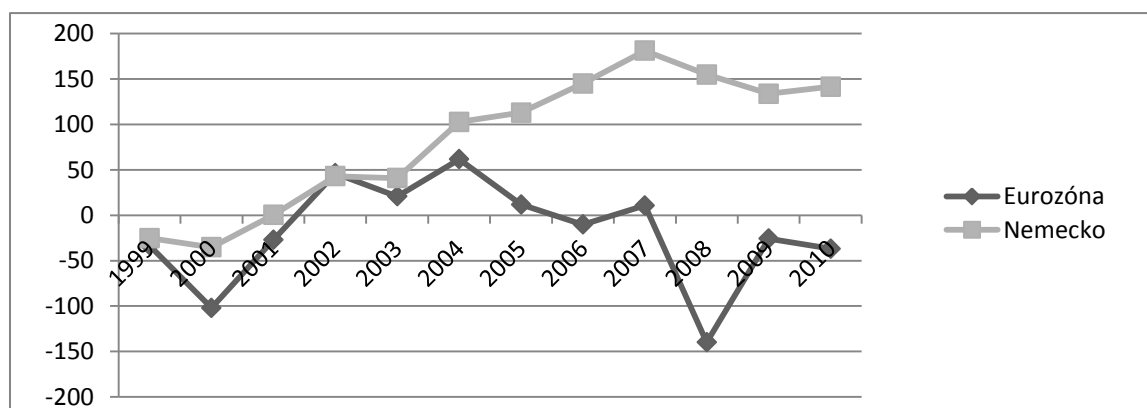
Významnú časť odberateľov nemeckého exportu, samozrejme, vďaka jednotnému vnútornému trhu a odstráneniu prekážok v mobilite služieb a produktov tvoria štáty Európskej únie (a vďaka Euru štáty eurozóny); a s krajinami, ktoré sa pasujú s vysokými rozpočtovými deficitmi (Portugalsko, Taliansko, Írsko, Grécko a Španielsko) generuje Nemecko veľmi vysoké obchodné prebytky a vynikajúce hodnoty exportu (viz graf č. 3.1.1.2). V prípade, že sa títo obchodní partneri v budúcnosti dostanú do výraznejších finančných otrasov, automaticky strácajú odbytové schopnosti. Ako uvádza Peter Margetiny vo svojom odbornom článku „Tri problémy, ktoré požierajú eurozónu zaživa“ (Hospodárske noviny), napriek tomu, že v Nemecku vzrástli náklady práce na jednotku výroby v období rokov 2000 – 2009 o len 5,8%, sú mzdy v krajine veľmi štedré. V štátoch ako Írsko, Grécko, Španielsko a Taliansko sa tieto náklady zvýšili zhruba o 30%. Ďalej Margetiny uvádza: „*Konzekvencie týchto asymetrií v produktivite, dlhu a deficitnom miňaní v rámci eurozóny sú tak trochu „rafinované“. V skutočnosti poskytlo euro merkantilistickému, efektívnemu Nemecku štrukturálnu konkurenčnú výhodu tým, že uzamklo importujúce národy do spoločnej meny, čo znamenalo, že nemecké tovary sú lacnejšie ako domáce výrobky, ktoré sú vyprodukované v týchto krajinách. Povedané inými slovami: tým, že Nemecko udržalo svoje výrobné náklady na nízkych úrovniach a stalo sa efektívnejším ako jeho ostatní susedia v eurozóne, de facto devalvovalo svoje vlastné produkty v eurozóne na úkor dovážajúcich štátov.*“<sup>36</sup>

<sup>35</sup> Jedná sa o banky Bayerische Landesbank, Commerzbank, Deka Bank, Deutsche Bank, DZ Bank, HRE, HSN Nordbank, Landesbank Berlin, Landesbank Baden- Württemberg, Nordeutsche Landesbank, West LB, WGZ Bank

<sup>36</sup> MARGETINY, Peter. Tri problémy, ktoré požierajú eurozónu zaživa. *Hospodárske noviny* [online]. 03.10.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-53078820-tri-problemy-ktore-pozieraju-eurozonu-zaziva>

Politicko-ekonomické motivácie k schváleniu mechanizmov finančnej stabilizácie sú postavené teda zrejme na viacerých faktoch. Jednak nemecké banky vlastnia objem dlhopisov v krajinách s finančnými otrasmi, a krajina si potrebuje udržať odbytovú stranu pre svoj export. Hnacím faktorom bude zaiste aj tradičné postavenie Nemecka vo vedúcich pozíciách ohľadom tvorby politického smerovania EÚ a aj preto brali nemecké autority výzvu vysporiadať sa s finančnou krízou s vysokou dávkou aktivity a inovatívnych riešení. Svoje vízie o postupnom presune kompetencií zo štátnej na európsku úroveň napokon samotná kancelárka Nemeckej spolkovej republiky deklarovala aj na Právnickej fakulte Karlovej Univerzity pri príležitosti návštevy Prahy 3. apríla 2012<sup>37</sup>, čím sa len potvrdzuje prístup Nemecka k EÚ, ako prístup vedúcej autority.

**Graf 3.1.1.2. Čistý export Nemecka a eurozóny(v mld. eur)**



Zdroj: Eurostat

Tendencia hrubého vládneho dlhu je rastúca. V absolútnom vyjadrení bol verejný dlh za rok 2010 2 061,736 miliárd € (viz Príloha č.1). Hypoteticky, keby Nemecko muselo vyplatiť záruky v EFSF a celkové svoje imanie v ESM, muselo by dohromady vydať finančnú čiastku viac ako 400 mld. eur čo by sa mohlo prejaviť negatívne vo fiškálnej politike. Táto čiastka je takmer 20% z objemu celkového nemeckého verejného dlhu.

Motivácie podpory mechanizmov finančnej stabilizácie vo Francúzsku sú podobné ako v Nemecku. Táto krajina je spolu s Nemeckom hlavným udavačom smeru a vízií o budúcnosti Európy, a preto aj na prezidenta Sarkozyho bolo vzhladané z kuloárov finančného sveta, aby spolu-navrhoval príslušné kroky k stabilizácii dlhovej krízy. Vo francúzku bol proti navyšovaniu EFSF iba nacionalistický Front National vedený Marine Le Penovou, a

<sup>37</sup> KOUBEK, David. Merkelová na Právnické fakultě: Konec EU neočekávám. *Rozhlas.cz* [online]. 03.04.2012 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: [http://www.rozhlas.cz/zpravy/politika/\\_zprava/merkelova-na-pravnicke-fakulte-konec-eu-neocekavam--1041253](http://www.rozhlas.cz/zpravy/politika/_zprava/merkelova-na-pravnicke-fakulte-konec-eu-neocekavam--1041253)

modifikácia bola teda schválená drvivou väčšinou hlasov vo francúzskom parlamente<sup>38</sup>. Sarkozy objasnil vehementne svoj postoj k nutnosti založenia záchranného mechanizmu takéhoto typu spoločne s Angelou Merkelovou viackrát a niet divu, že krajina navýšenie schválila bez väčších prietáhov akými bola napr v Nemecku ústavná sťažnosť.

Typické pre Francúzko je, podobne ako je tomu u Nemecka, významný podiel francúzskych bánk na držbe zahraničných dlhopisov, konkrétne krajín eurozóny, ktoré nehospodária s verejnými financiami zodpovedne a už vôbec nie v súlade s Maastrichtskými kritériami. Podľa nemeckého denníka Spiegel držia francúzske banky signifikantný objem gréckeho dlhu<sup>39</sup>, a už beztak výrazne zadĺžené Francúzsko by len zťažka dokázalo bez väčšej ujmy samo rekapitalizovať svoje banky v prípade nesplácania pohľadávok.

Francúzsky denník L'Expansion zverejnil článok, v ktorom uvádza, že banky BNP Paribas, Crédit Agricole, Société Générale a BPCE držia dlhopisy krajín PIIGS v hodnote takmer 50 mld. eur<sup>40</sup>.

**Tabuľka 3.1.1.3. Dlhopisy štátov PIIGS v rukách najväčších francúzskych bánk (v miliardách eur)**

	<b>Taliansko</b>	<b>Grécko</b>	<b>Španielsko</b>	<b>Portugalsko</b>	<b>Írsko</b>	<b>Spolu</b>
BNP Paribas	20,8	3,5	2,8	1,4	0,4	28,9
BPCE	2,8	1,2	1,7	0,827	0,3	6,827
Société Générale	1,5	1,1	1,2	0,2	0,286	4,286
Crédit Agricole	8,7	0,329	0,245	0,187	0,144	9,605
Spolu	33,8	6,129	5,945	2,614	1,13	49,618

Zdroj: L'Expansion

Od roku 2007 začal vo Francúzsku výraznejšie rásť hrubý verejný dlh, za rok 2010 sa vyšplhal na 82,3% HDP (viz Príloha č.2), a v absolútnom vyjadrení je to takmer 1 600 mld. eur (viz Príloha č.1). Z teoretického hľadiska by nutnosť vynaloženia financií v podobe záruk v EFSF a splatenia imania v ESM znamenalo 300 mld. eur, čo v porovnaní s celkovým

<sup>38</sup> PETKOVÁ, Zuzana. Val v Európe nepodporili najmä extrémistické strany. *Hospodárske noviny* [online]. 11.10.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.sme.sk/c/6092883/val-v-europe-nepodporili-najma-extremisticke-strany.html>

<sup>39</sup> Top Economists Warn of France Downgrade. *Spiegel* [online]. 10.17.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,792259,00.html>

<sup>40</sup> Les banques françaises très exposées aux "PIIGS". *L'Expansion* [online]. 14.09.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: [http://lexpansion.lexpress.fr/economie/les-banques-francaises-tres-exposees-aux-piigs\\_262389.html](http://lexpansion.lexpress.fr/economie/les-banques-francaises-tres-exposees-aux-piigs_262389.html)

hrubým dlhom nie je takisto najmenšie číslo, v percentuálnom vyjadrení sa jedná o čiastku opat' takmer 20%.

### 3.1.2 Taliansko, Španielsko, Grécko, Írsko, Portugalsko

V Taliansku sa spojilo hlasovanie o rozšírení EFSF spolu s úsporným balíčkom, a toto hlasovanie bolo spojené s hlasovaním o dôvere. Z tohoto dôvodu bola proti celá talianska opozícia, a výsledok hlasovania bol naozaj tesný 316 hlasov za a proti sa vyslovilo 302 prítomných poslancov<sup>41</sup>.

Pomery vo verejných financiách v Taliansku sa výrazne začali otriasať v roku 2011<sup>42</sup>, preto niet divu, že krajina podporila vznik stabilizačných mechanizmov, hoci pri ozajstných neudržateľných hodnotách fiškálnej politiky by podľa viacerých analytikov a ekonómov nestačil ani samotný ESM na záchranu z dlhovej priepasti.

Krajina je zaradená medzi tzv. PIIGS štáty a tieto majú tendenciu skôr stabilizačné mechanizmy podporovať a v ich politických spektrách sa nenarážalo na príliš veľký odpor. Problém Talianska a jeho dlhu je ukotvený v neefektívnej verejnej správe, pomerne vysokom byrokratickom zaťažení a štedrému sociálnemu systému; pričom za účasti spomínaných faktorov sa talianska ekonomika dostala do seriózných otázok o udržateľnosti. Do určitej miery je, zdá sa, jednoduchšie prekryť tieto obrovské dlhy ďalšími (v podaní EFSF, ESM), ako vytvárať vysokú dávku nepriazne u domáceho voličského publika a strácať tak časť elektorátu, aj keď novozvolený úradnícky premiér Monti prechováva zatiaľ politiku šetrenia a reforiem tržného systému.

Celkový taliansky hrubý dlh činí 1 843 mld. eur (viz Príloha č. 1), čiastka takmer dosahujúca dlh v Nemecku, avšak v percentuálnom vyjadrení tvoril 118,4% HDP (viz Príloha č.2) v roku 2010. Dlh má rastúcu tendenciu a prípadné splatenie záruk v EFSF a imania v ESM predstavuje ďalšie výdavky krajiny, konkrétne by sa jednalo o sumu 260 mld. eur, čo by zaručene taliansky rozpočet niesol veľmi problematicky, a nekorešpondoval by s líniou znižovania dlhu.

---

<sup>41</sup> PETKOVÁ, Zuzana. Val v Európe nepodporili najmä extrémistické strany. *Hospodárske noviny* [online]. 11.10.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.sme.sk/c/6092883/val-v-europe-nepodporili-najma-extremisticke-strany.html>

<sup>42</sup> Italy bond yields rise past 7%. *Credit Lime* [online]. 09.11.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://blog.creditlime.com/2011/11/09/italy-bond-yields-rise-past-7/>

Španielsko zahlasovalo za stabilizačné mechanizmy pomerne hladko. Proti navýšeniu EFSF boli poslanci ERP, ICV (dve ľavicové katalánske strany) a Izquierda Unida (taktiež ľavica)<sup>43</sup>. Katalánske politické strany sú charakteristické svojimi špecifickými názormi na určité otázky a majú tendenciu nesúhlasiť s prejednávaným návrhom, pokiaľ vzíde zo strany, s ktorou principiálne nechce súhlasiť. Každopádne, Španielsko nutne potrebovalo všeobecný súhlas s navyšovaním EFSF, a s odsúhlasením ESM medzi ostatnými európskymi partnermi, pretože v krajine dochádza k otrasom verejných financií (od prvej polovice roku 2010 dochádza k zvyšovaniu výnosov zo štátnych dlhopisov, ako tvrdí Výročná správa ECB, 2010).

Štátny deficit dosiahol v roku 2010 9,3% z HDP, čím sa podľa Európskej centrálnej banky (2010) zmestilo do svojho vlastného plnenia programu stability, avšak vyhliadky znižovania deficitu nie sú vôbec priaznivé, a pri pomyslení na to, koľkokrát sa Európska únia mýlila vo svojich predikciách a informáciách, ktoré jej podávali štáty samotné, sa opäť naskytuje otázka ozajstnej udržateľnosti španielskej dlhovej priepasti. Ekonomická motivácia pre stabilizačné mechanizmy vyplýva z nedostatočnej možnosti rollovať španielske dlhopsy na finančných trhoch, keďže markantne vzrastá hodnota rizikovej prirážky a tým by sa španieli dostali do dlhovej neudržateľnosti v krátkodobom horizonte.

Španielsko bolo schopné redukovať svoj celkový verejný dlh už pred prijatím Eura, a aj potom bolo úspešné v jeho znižovaní a dodržovaní Paktu stability a rastu. Následkami hospodárskej krízy sa však po roku 2008 verejný dlh vyšplhal z 36,2% HDP z roku 2007 na 61% HDP v roku 2010 (viz Príloha č.2), a teda takmer sa zdvojnásobil, a má rastúci tendenciu. Prípadné splatenie záruk v EFSF a kapitálu v ESM sa rovná finančnej čiastke 175 mld. eur a táto suma tvorí 27% španielskeho verejného dlhu za rok 2010, ktorý sa stále snaží španielska vláda znižovať.

Do gréckej ekonomiky sa od začiatku krízy presunula od členov eurozóny nemalá finančná pomoc, ktorá mala zabrániť štátnemu bankrotu a neschopnosti splácať svoje záväzky. V Aténach, ktoré sa otriasajú nielen finančnými turbulenciami, ale aj neutíchajúcim davom demonštrantov bolo schvaľovanie zriadenia permanentného záchranného mechanizmu

---

<sup>43</sup> PETKOVÁ, Zuzana. Val v Európe nepodporili najmä extrémistické strany. *Hospodárske noviny* [online]. 11.10.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.sme.sk/c/6092883/val-v-europe-nepodporili-najma-extremisticke-strany.html>

motivované najdôležitejším faktorom. Krajina stratila schopnosť hospodáriť so štátnymi financiami bez obrovských rizikových prirážok a bez zvyšovania verejného dlhu. Grécko potrebuje vytvorenie ESM, pretože je jedným zo štátov, ktoré by eventuálne mohli byť zachránené týmto mechanizmom, keďže sa jedná o – v porovnaní so zvyškom EÚ – malú ekonomiku, na ktorú by ESM svojím objemom stačil. Grécki politici vedomí si tohto faktu, zahlasovali z celkového počtu 221 prítomných poslancov 183 hlasmi za navýšenie EFSF<sup>44</sup>. Otáznou ostáva možnosť situácie, ak by Grécko naozaj čerpalo z permanentného mechanizmu, do ktorého samo prispeje nemalé financie, či je efektívny finančný transfer z národného účtu do ESM a následné čerpanie pomoci za úrok.

Práve neudržateľnosť gréckeho verejného dlhu viedla k rozsiahlym diskusiám a napokon i finančnej asistencii zvyšných členov eurozóny. Záruky Grécka v EFSF a grécky kapitál v ESM tvoria 40 mld. eur, po odčlenení sa od poskytovateľov garancií v EFSF je celková čiastka upísaná finančným mechanizmom 19 mld. eur, pričom grécky verejný dlh je v absolútnom vyjadrení 329 mld. eur za rok 2010 (viz Príloha č. 1).

Situácia v Írsku si vyžadovala v roku 2011 pomocnú ruku zo strany eurozóny, aby finančnou pôžičkou zastabilizovala bankový sektor a rúcajúcu sa prehriatu ekonomiku. O navýšení EFSF a vyššej flexibilitate jeho kompetencií zahlasovali obe komory írskeho parlamentu, a týmto hlasovaním Írsko potvrdilo už predom očakávané „áno“. Proti navyšovaniu hlasovali nezávislí poslanci, Socialisti a dve ľavicové zoskupenia<sup>45</sup>.

Írsko zaznamenalo spomedzi všetkých krajín eurozóny najdynamickejšiu rast vládneho dlhu. Súviselo to so štátnou finančnou pomocou topiacemu sa bankovému systému a hospodárskym oživením. Írsky dlh činí 144 mld. eur (2010) a jeho záruky v EFSF spolu s 23 mld. eur, avšak po zániku participácii na strane finančných garantov v EFSF Írsku ostáva 11 miliardový kapitál v ESM.

Portugalský právny systém nevyžaduje ratifikáciu navýšenia EFSF parlamentom, a ak by vyžadoval, bolo by možné predpokladať jeho schválenie bez väčších problémov, keďže je

---

<sup>44</sup> PETKOVÁ, Zuzana. Val v Európe nepodporili najmä extrémistické strany. *Hospodárske noviny* [online]. 11.10.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.sme.sk/c/6092883/val-v-europe-nepodporili-najma-extremisticke-strany.html>

<sup>45</sup> Ref 39



táto krajina jedným zo štátov, pre ktoré bol vytvorený program finančnej asistencie v dôsledku zlej hospodárskej a fiškálnej politiky a finančným otrasom. Premiérka Slovenskej republiky sa v súvislosti s tými vyjadrila pre denník SME o súkromnom rozhovore so portugalským premiérom, kde uvádzal enormné obavy z neschválenia navýšenia EFSF na Slovensku pre situáciu v jeho krajine<sup>46</sup>.

Varovným signálom pre Portugalsko je takisto výrazný rast jeho verejného dlhu, za posledné desaťročie stúpol viac než dvojnásobne, 61 mld. eur v roku 2000<sup>47</sup> kontra 161 mld. eur v roku 2010 (viz Príloha č.1). Záruky v EFSF tvorili 19 mld. eur, súčasná finančná povinnosť vo forme portugalskej časti kapitálu v ESM tvorí 17,5 miliardové imanie.

### 3.1.3 Holandsko, Rakúsko, Belgicko, Fínsko a Luxembursko

V Holandsku prebehlo navýšenie EFSF výsledkom 96 poslancov hlasujúcich za (z celkového počtu 150)<sup>48</sup>. V období leta 2011, kedy došlo k výraznému zvýšeniu výnosov z dlhopisov Španielska a Talianska, sa táto tendencia rozšírila mierne aj do iných štátov a aj do Holandského kráľovstva<sup>49</sup>, čomu možno pripisovať politickú vôľu k ratifikácii. V neposlednom rade budila záujem a pozornosť u tamojších politikov aj držba holandských dlhopisov radov krajín otrasiajúcich sa najviac dôsledkami vysokého zadĺženia. Po interpelácii zo strany druhej komory holandského parlamentu sa Jan Kees de Jager (holandský minister financií) vyjadril v odpovedajúcom dopise, že vláda podporuje všetky potrebné procedúry za účelom zabezpečenia efektivity stabilizačných mechanizmov, a zároveň opísal nepriaznivú situáciu holandských bánk, ktoré sú podľa jeho vyjadrení vystavené nebezpečenstvu držby cenných papierov krajín PIIGS v hodnote viac než 110 mld. €.

---

<sup>46</sup> KERN, Miroslav, Mária MIHÁLIKOVÁ, Zuzana PETKOVÁ a Michal TRŠKO. Minúta po minúte (utorok): Vláda padla, euroval neprešiel. *SME* [online]. 11.10.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.sme.sk/c/6091870/minuta-po-minute-utorok-vlada-padla-euroval-nepresiel.html>

<sup>47</sup> Zdroj: Eurostat

<sup>48</sup> PETKOVÁ, Zuzana. Val v Európe nepodporili najmä extrémistické strany. *Hospodárske noviny* [online]. 11.10.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.sme.sk/c/6092883/val-v-europe-nepodporili-najma-extremisticke-strany.html>

<sup>49</sup> JENKINS, Keith, Emma CHARLTON. German, Dutch Bonds Rise on Signs Euro Crisis Deepening; Greek Debt Falls. *Bloomberg* [online]. 09.09.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2011-09-09/german-10-year-bund-yields-approach-record-low-as-stocks-damp-safety-bid.html>

**Tabuľka 3.1.3 Objem rizikovo vážených aktív krajín PIIGS držaných holandskými bankami (v miliárdach eur)**

Írsko	Portugalsko	Španielsko	Taliansko	Grécko
12,5	4,9	57,6	33,9	3,7

Zdroj: Rijksoverheid, Odpoveď vo forme otvoreného listu holandského ministra financií na interpeláciu zo strany druhej komory holandského parlamentu<sup>50</sup>

Proti schváleniu ESM boli Socialisti a Geert Wilders so svojou stranou euroskeptickou PVV, ktorý sa nedávno vyjadril o znovuzavedení guildero, pôvodnej holandskej národnej meny a o snahe osporovať v súvislosti s týmto počínom referendum.

Takmer 370 miliardový holandský dlh tvoril za rok 2010 62,9% HDP (viz Príloha č. 2), a je spomedzi krajín eurozóny, ktoré sú najlepšie ohodnotené ratingovými agentúrami na treťom mieste s verejným dlhom (po Luxembursku a Fínsku)<sup>51</sup>. Avšak pri hypotetickej nutnosti vyplatiť celé záruky v EFSF a celý holandský kapitál v ESM by došlo k úniku peňažnej čiastky 84 mld. eur z tamojšieho ekonomiky a o túto sumu by bol pravdepodobne navýšený holandský verejný hrubý dlh.

Prvé hlasovanie v Rakúsku bolo zablokované stranou Zelených, v druhom už hlasovali za ESM SPÖ, ÖVP aj Zelení, pričom práve ich hlasy (ako opozičnej strany) najviac zavážili<sup>52</sup>. Medzi ich požiadavky patrila napríklad myšlienka spoločných európskych dlhopisov a zdanenie finančných transakcií a spoločná diskusia o ESM koalície aj s opozíciou. Proti ESM zahlasovali politické strany FPÖ. BZÖ, ktoré požadovalo referendum. Rakúsko je pomerne malá centrálna krajina, ktorá profituje zo zavedenia Eura z exportného hľadiska, aj z hľadiska turistickej atraktivity, s výbornými ekonomickými ukazateľmi, (HDP na osobu 30 800 €/osoba za rok 2010, nezamestnanosť za rok 2011 bola 4,2%<sup>53</sup>). Na pôde EÚ však, zdá sa, neprevádza veľkú politiku, neinicuje smery a vízie a vykonáva poctivo svoju domácu politiku.

<sup>50</sup> DE JAGER, J.C. DIRECTIE FINANCIËLE MARKTEN. *Kamervragen aangaande exposures van Nederlandse banken, verzekeraars en pensioenfondsen op Griekse staatsobligaties* [online]. Haag, 22.06.2011. Dostupné z: <http://www.rijksoverheid.nl/ministeries/fin/documenten-en-publicaties/kamerstukken/2011/06/22/exposures-op-griekenland-van-nederlandse-instellingen.html>

<sup>51</sup> ROGERS, Simon, Ami SEDGHI a John BURN-MURDOCH. Credit ratings: how Fitch, Moody's and S&P rate each country. *Guardian* [online]. 15.03.2012 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.guardian.co.uk/news/datablog/2010/apr/30/credit-ratings-country-fitch-moodys-standard>

<sup>52</sup> PETKOVÁ, Zuzana. Val v Európe nepodporili najmä extrémistické strany. *Hospodárske noviny* [online]. 11.10.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.sme.sk/c/6092883/val-v-europe-nepodporili-najma-extremisticke-strany.html>

<sup>53</sup> Zdroj: Eurostat

Rakúsko bolo schopné systematicky znižovať svoj hrubý verejný dlh počas rokov 2001 – 2007 a rešpektovalo tak Pakt stability a rastu, ktorý určuje maximálnu výšku dlhu 60% HDP. Po vypuknutí krízy, ako drvivá väčšina ostatných krajín túto hodnotu presiahla a v roku 2010 už činil hrubý verejný dlh 71,8% HDP (viz Príloha č. 2) a situácii neprispieva ani fakt, že v roku 2011 začali krajine rásť výnosy z vlastných dlhopisov<sup>54</sup>. Okrem toho, teoretické splatenie záruk v EFSF a kapitálu v ESM by vyhnalo dlh v absolútnom vyjadrení zvýšilo o viac ako 40 mld. eur, pričom celkový verejný hrubý dlh činil za rok 2010 205 mld. eur (viz Príloha č.1).

V Belgicku, krajine bez vlády na viac ako 500 dní prebehlo v septembri 2011 schválenie navýšenia EFSF, proti boli Proti bola nacionalistická Vlaams Belang a libertariánska LDD<sup>55</sup>. Koncom rok a 2010 otriaslo tamojšou ekonomikou seriózne ohrozenie francúzsko – belgickej banky Dexia, ktorá mala miliardy aktív gréckych rizikových dlhopisoch a musela tak požiadať o finančnú injekciu a zároveň prinútila štáty eurozóny k serióznej diskusii o rekapitalizácii bánk v podobných problémoch.

Čo sa týka kritéria verejného dlhu, Belgicko nebolo príliš disciplinovanou krajinou. Najnižšiu hodnotu 84,1% HDP vyprodukovalo Belgicko za rok 2007 (viz Príloha č. 2), hoci do tohoto obdobia prevažovala tendencia klesajúca, po tomto roku opäť dlh rástol. Závaž na fiškálnu podobu vo forme účasti na EFSF a ESM predstavuje spolu 27 + 24 mld. eur, dohromady 51 mld. eur.

Fínsko sa k akejkoľvek finančnej pomoci stavia pomerne opatrne a v priebehu niekoľkých vyjednávani vyjadrilo svoje obavy z možného nesplatenia záväzku zo strany Grécka formou podmienky, a zaistilo si tak kolaterálom určité zaistenie vymožiteľnosti pohľadávky. Podľa denníka SME *"National Bank, Alpha, Eurobank a Piraeus poskytnú kolaterál 880 mil. eur vo forme hotovosti a vysoko hodnotných aktív, aby vyhovei požiadavke, s ktorou Fínsko spája účasť na novom záchrannom programe"*<sup>56</sup>. Zo začiatku bolo Fínsko

---

<sup>54</sup> ONUFEROVÁ, Marianna. Trhy strácajú dôveru aj v dlhopisy Rakúska. SME [online]. 15.11.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://ekonomika.sme.sk/c/6141852/trhy-stracaju-doveru-aj-v-dlhopisy-rakuska.html>

<sup>55</sup> PETKOVÁ, Zuzana. Val v Európe nepodporili najmä extrémistické strany. Hospodárske noviny [online]. 11.10.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.sme.sk/c/6092883/val-v-europe-nepodporili-najma-extremisticke-strany.html>

<sup>56</sup> Grécke banky poskytnú Fínsku kolaterál. SME [online]. 15.02.2012 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://ekonomika.sme.sk/c/6260966/grecke-banky-poskytnu-finsku-kolateral.html>

jedinou krajinou, ktorá podmieňovala navýšenie EFSF poskytnutím dodatočných záruk od Grécka. Neskôr sa pod domácim tlakom vyslovili krajiny Rakúsko, Slovensko, Slovinsko aj s náznakmi Holandska o podobných zámeroch, no nakoniec skončilo s kolaterálnymi zárukami len Fínsko. Euroskeptická strana Praví Fíni získala v apríli 2011 vo voľbách 19%<sup>57</sup>, čím sa odráža celková vzrastajúca nedôvera voči finančným potrebám EÚ nielen u investorov, ale aj vo vnútri jednotlivých národov. Fínsku opatrnosť sme mohli pozorovať v odpore voči upúšťaniu od jednomyselného rozhodovania v súvislosti s akýmkoľvek rozhodovaním súvisiacim s permanentným mechanizmom, ktoré by mohlo odporovať fínskej ústave. V januári schválili fíni účasť na trvalom mechnizme chrániaci finančnú stabilitu – ESM<sup>58</sup>. Motivácia je zrejme nechť k strate kúpnej sily odbytového priestoru, pri prípadných finančných turbulentkách jednotlivých štátov (fínsky export tvorí približne 40% z vytvoreného HDP za rok 2010<sup>59</sup>) a obava z celkovej nestability, ktorá by sa prejavila v ekonomicky interdependentnej eurozóne „nákazami“ aj do iných štátov. Vo výročnej správe o stabilite publikovanej Fínskou národnou bankou za rok 2010 sa uvádza, že necíti ohrozenie finančného systému zo strany domácej ekonomiky, ale zo strany vonakjších faktorov<sup>60</sup>. Ak by došlo k akcelerácii krízy, či hlbokom pokračovaní dlhovej nestability, pre fínsku ekonomiku by to znamenalo zhoršenie pozície fínskeho súkromného trhu v oblasti financovania svojho kapitálu, zníženie záujmu o fínsky export, zníženie investícií a celkovo by sa oslabilo prostredie, v ktorom fungujú fínske podniky.

Jednou z mála disciplinovaných krajín eurozóny v kritériu verejného dlhu je práve Fínsko. V rokoch 1995 – 2010 sa jeho dlh pohyboval v hodnotách od 33,9 % HDP (rok 2008) do 57% HDP (1996) (viz Príloha č. 2). Dopad realizácie záruk v EFSF a celkového kapitálu Fínska v ESM by bol takmer 27 mld. eur, pričom fínsky verejný dlh činil v roku 2010 87 mld. eur (viz Príloha č. 1).

---

<sup>57</sup> Praví Fíni vystrašili Európu. *PRAVDA* [online]. 17.04.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: [http://spravy.pravda.sk/pravi-fini-vystrasili-europu-d24-/sk\\_svet.asp?c=A110417\\_201921\\_sk\\_svet\\_p29](http://spravy.pravda.sk/pravi-fini-vystrasili-europu-d24-/sk_svet.asp?c=A110417_201921_sk_svet_p29)

<sup>58</sup> Fínsko odmietlo zmeny v princípe jednomyselnosti. *EURO INFO* [online]. 09.12.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: [http://www.euroinfo.gov.sk/finsko-odmietlo-zmeny-v-principe-jednomyselnosti/?day=2012-03-22&art\\_datum\\_od=2012-03-01&art\\_datum\\_do=2012-03-01](http://www.euroinfo.gov.sk/finsko-odmietlo-zmeny-v-principe-jednomyselnosti/?day=2012-03-22&art_datum_od=2012-03-01&art_datum_do=2012-03-01)

<sup>59</sup> Zdroj: Eurostat, vlastný výpočet

<sup>60</sup> *Bank of Finland Annual Report 2010* [online]. Helsinki: Edita Prima Oy, 2011 [cit. 2012-04-29]. ISSN 1456-579X. Dostupné z: [http://www.suomenpankki.fi/en/julkaisut/vuosikertomus/Documents/vk\\_2010\\_en.pdf](http://www.suomenpankki.fi/en/julkaisut/vuosikertomus/Documents/vk_2010_en.pdf)

Podľa očakávania navýšenie EFSF dopadlo v Luxembursku kladným výsledkom. V tejto krajine mechanizmy finančnej stabilizácie nie sú veľkou politickou témou napriek faktu, že je sídlom prejednávaneho EFSF. Luxemburská ekonomika je postavená na bankovom sektore, preto z vytvárania ďalších dlhov môže táto krajina len profitovať.

Stav celkového verejného dlhu bol v roku 2010 19,1% HDP (7,67 miliárd eur), hoci dlhý čas (1995 – 2007) sa pohyboval pod 10% úrovňou (viz Príloha č.2). Účasť na EFSF a ESM môže teoreticky zaťažiť vládne financie do výšky 3,4 mld. eur.

### 3.1.4 Estónsko, Slovinsko a Slovensko

V roku 2011 vstúpila do eurozóny posledná krajina – Estónsko. Koncom septembra odsúhlasil tamajší parlament navýšenie EFSF. Vláda trvala na tom, že participácia v EFSF je záležitosť európskej solidarity a kľúčová otázka pre Estónsko a že tento mechanizmus je kľúčový pre udržanie stability pri prípadných globálnych finančných nestabilitách. Avšak aj v radoch estónskych poslancov sa ozvali hlasy upozorňujúce na prejednávanú problematiku a opačný pohľad na solidaritu, dokonca aj niektorí poslanci koalície. Z celkového počtu 101 poslancov hlasovalo 59 za navýšenie EFSF, proti bola celá opozičná Centristická strana<sup>61</sup>. Poslanec tejto strany Ester Tuiksoo z kalkuloval sumu záruk v EFSF ako tretinu estónskeho rozpočtu<sup>62</sup>.

Významným ukazateľom fiškálnej zodpovednosti v krajine je – na európske pomery – takmer zanedbateľný dlh, ktorý sa pohyboval počas posledných 15 rokov v percentuálnom vyjadrení len v jednociferných číslach, v absolútnom vyjadrení sa dá hovoriť o čiastke menšej ako 1 mld. eur (viz Príloha č.1 a č.2). Účasť Estónska na EFSF a ESM krajinu vystavuje možnému 3,2 mld. eur, čo je suma trojnásobne vyššia ako celý estónsky verejný dlh.

V Slovinsku sa o EFSF halsovalo pár dní po vyslovení nedôvery vláde. Z 90 poslancov bolo 49 za, 4 proti a zvyšok sa buď zdržal hlasovania, alebo bol neprítomný<sup>63</sup>.

---

<sup>61</sup> PETKOVÁ, Zuzana. Val v Európe nepodporili najmä extrémistické strany. *Hospodárske noviny* [online]. 11.10.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.sme.sk/c/6092883/val-v-europe-nepodporili-najma-extremisticke-strany.html>

<sup>62</sup> Estonia approves eurozone rescue fund boost. *EUBUSINESS* [online]. 29.09.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.eubusiness.com/news-eu/finance-economy.ckz>

<sup>63</sup> PETKOVÁ, Zuzana. Val v Európe nepodporili najmä extrémistické strany. *Hospodárske noviny* [online]. 11.10.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.sme.sk/c/6092883/val-v-europe-nepodporili-najma-extremisticke-strany.html>

Náklonnosť k európskym mechanizmom finančnej stabilizácie pravdepodobne pramení z pomerne vysokého medziročného tempa hrubého verejného dlhu za posledné obdobie a určitým problémom umiestniť slovinské dlhopisy na trhoch, ktorých výnosy sa koncom roka 2011 šplhali k 7%<sup>64</sup>. Porovnanie dlhu v roku 2010 s dlhom v roku 2008 indikuje až takmer dvojnásobné zvýšenie, čo signalizuje obrovský rozpočtový prepád (viz Príloha č. 2). Slovinská ekonomika je relatívne malá v porovnaní s ostatnými problematickými krajinami, preto možné čerpanie pomoci zo strany EÚ v budúcnosti nie je vylúčené.

Na Slovensku sa dňa 11.10.2011 konalo hlasovanie o rozšírení kompetencií a navýšení EFSF. Spomedzi všetkých členov monetárnej únie tu hlasovanie prebehlo jako posledné. Bolo spojené s hlasovaním o dôvere premiérke Ivete Radičovej a dopadlo negatívne, čím koalícia strana Sloboda a Solidarita so všetkými svojimi poslancami nepodporila ani vládu ani navýšenie EFSF. Slovensko síce zaznamenalo výraznejšie zadĺženie krajiny po vláde ľavicovo orientovaného kabinetu Róberta Fica, no nefigurovalo ani v prvej správe Európskej komisie o mechanizme varovania určenej pre hodnotenie makroekonomických rovnováh. Politická strana Sloboda a Solidarita principiálne nesúhlasí so zavádzaním trvalých mechanizmov jako ESM, či navyšovaním EFSF a k nim sa pridala len Slovenská národná strana, ktorá sa poledných voľbách v roku 2012 ani nedostala do parlamentu. Nová vláda Róberta Fica presadzuje proeurópske myšlienky.

### 3.1.5 Malta a Cyprus

Malta a Cyprus sú štáty silno ekonomicky naviazané na južné štáty Európy, v ktorých prebiehajú fiškálne nepokoje, preto súhlas s navýšením prebehol bez menších konfliktov. Na Cypruse dokonca proti nehlasoval žiaden poslanec a v maltskom parlamente sa nenašla jediná strana, ktorá by bola vehementne proti<sup>65</sup>.

---

<sup>64</sup> ECB. *Long-term interest rate statistics for EU Member States* [online]. 2011, 13.04.2012 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>

<sup>65</sup> Ref 55

Účasť na EFSF a ESM môže teoreticky zaťažiť vládne financie Cypru do výšky 2,9 mld. eur, pri 10 miliardovom dlhu v roku 2010; a vládne financie Malty do výšky až 1,2 mld. eur, pri 4,25 miliardovom dlhu v roku 2010 (viz Príloha č. 1).

## **4 Možné rizika mechanizmov finančnej stabilizácie**

Táto kapitola sa zameriava na podstatu mechanizmov finančnej stabilizácie a možné okolnosti, ktoré by eventuálne viedli k ich neúplnej efektívnosti. Významná časť kapitoly je inšpirovaná publikáciou Paula de Grauweho a publikáciami CEPSu, ktoré sa zaujímajú o priebeh dlhovej krízy, prípadne navrhujú riešenia. Téma a tak aj situácia je nesmierne dôležitá a komplexná a vyžaduje si zo strany tvorcov mechanizmov neobvyklú ostražitosť a schopnosť predpovedať súvislosti. Likvidita a jej pôvod sú považované za najdôležitejšiu zložku riešenia krízového stavu v eurozóne a silno integrovanom bankovom sektore.

Neodstatočná precíznosť by mohla v budúcnosti smerovať k prehĺbeniu problémov dlhovej krízy a cez hospodárske turbulencie viesť k zhoršeniu sociálnych pomerov nielen v eurozóne, ale aj v Európskej únii. S dlhovou špirálou sa protichodne viažu úsporné opatrenia a stimulatory naštartovania ekonomiky. V štátoch eurozóny sa momentálne preferujú znížené verejné výdavky a snaha o ich efektívne uplatnenie, ktoré súvisia so snižovaním deficitu a stabilizáciou verejného dlhu členov monetárnej únie.

Prvým bodom tejto kapitoly je paradox chovania sa finančných trhov k nečlenu a členu monetárnej únie a dôsledky plynúce z týchto rozdielov. Ďalej sa kapitola venuje problému likvidity, konkurencieschopnosti, finančným limitom nastaveným mechanizmom, bankovému sektoru, monetizácii dlhu a dopadu zlyhania nastavených mechanizmov na fiškálnu politiku jednotlivých štátov.

### **4.1 Súvislosť správania sa finančných trhov so zapojením do menovej únie**

De Grauwe vo svojej publikácii uvádza základný paradox plynúci z existencie monetárnej únie a z nemožnosti jeho členov spravovať verejný dlh vo svojej mene, ktorý doposiaľ nastavené mechanizmy finančnej stabilizácie neriešia. Tento paradox však vytvára problém, ktorému sa v budúcnosti európske authority budú musieť venovať.

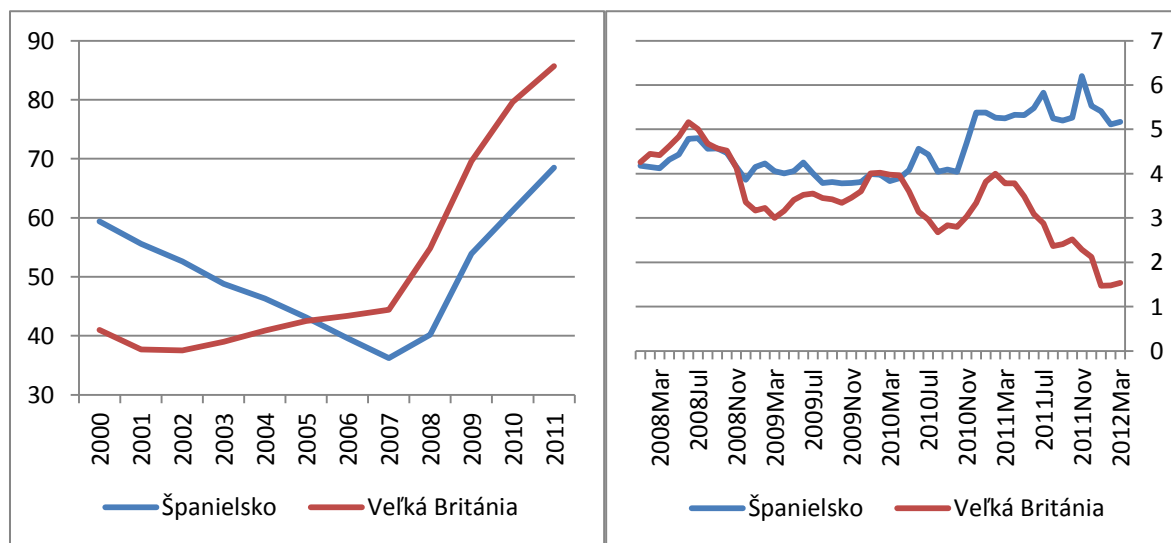
Ako príklad pre vysvetlenie sú použité krajiny Španielsko a Veľká Británia. Španielsko ako krajina, ktorá je súčasťou monetárnej únie od jej vzniku a Veľká Británia ako štát používajúci svoju vlastnú národnú menu. Od začiatku finančnej krízy sa zvýšila hodnota dlhu/HDP viac vo Veľkej Británii než v Španielsku (viz Graf č.4.1.1) a aj rozpočtový deficit



bol vo Veľkej Británii vyšší ako v Španielsku<sup>66</sup>. Avšak výnosy zo španielskych dlhopisov vzrástli v spomínanom období na oveľa vyššiu úroveň ako výnosy z anglických dlhopisov (viz. Graf č. 3.1.2) a teda Španielsko sa dostalo do skupiny problematických krajín u ktorých hrozí určité riziko spojené s akumuláciou verejného dlhu a likviditou. Prečo je tomu tak, de Grauwe vysvetľuje v súvislosti s členstvom či nečlenstvom v eurozóne.

Členovia monetárnej únie vytvárajú dlh v mene, nad ktorou nemajú kontrolu, preto finančné trhy disponujú nevýdanou silou vyvíjať nátlak na tieto štáty vo forme nedôvery voči ich kredibilitate, zbavovania sa ich dlhopisov a zvyšovania ich výnosov. Pri takýchto pochybnostiach zo strany investorov vytvoril de Grauwe dva prototypné scenáre vývoja udalostí.

**Graf 4.1.1. a Graf 4.1.2. Hrubý verejný dlh a výnosy dlhodobých vládnych dlhopisov Španielska a Veľkej Británie**



Zdroj: Eurostat

#### 4.1.1 Scenár Veľkej Británie

Ak by investorov nútila neistota a nedôvera voči vláde a udržateľnosti jej dlhu zbavovať sa anglických dlhopisov, ich predaj by zvyšoval ich výnosovú sadzbu. Po predaji týchto dlhopisov predajca disponuje librami, ktorých sa pravdepodobne bude snažiť zbaviť ich predajom na trhu cudzích mien. Libra by oslabovala až do okamihu, kedy by sa našiel

<sup>66</sup> Zdroj: Eurostat

investor ochotný túto menu kúpiť. Libra však stále ostáva súčasťou domácej peňažnej zásoby a suma by bola investovaná do domácich aktív a čiastočne späť do vládneho dlhu. I v prípade, že späť do vládneho dlhu znovuinvestované nebudú, existuje stále Bank of England, ktorá má tento dlh možnosť kúpiť, ak by si to situácia vyžadovala. Verejný dlh Veľkej Británie je preto stabilný a udržateľný, pretože má k dispozícii potrebnú likviditu.

V súvislosti s touto situáciou treba však zdôzorniť aj pozitívne dopady na anglickú ekonomiku. Podľa popísaného scenára nastane depreciačia libry, čo znamená výhodnejšiu pozíciu pre zahraničný obchod a stimuláciu hospodárskeho rastu a inflácie.

#### **4.1.2 Scenár Španielska**

Ak rovnaký strach cítia investori držiaci španielske dlhopisy a zbavujú sa ich predajom, znovu nastáva situácia zvyšovania výnosovej miery týchto aktív. Zvyšok je už však iný ako v prípade nečlena eurozóny. Investor, ktorý predal španielske dlhopisy, vlastní eurá, a je vysoká pravdepodobnosť, že sa ich bude snažiť investovať inde. Napríklad do nemeckých dlhopisov. Výsledok je, že tieto peniaze de facto opúšťajú španielsky bankový systém a peňažná zásoba sa v krajine znižuje. Keďže Španielska centrálna banka nemôže zasahovať do takto vzniknutej situácie, vláda zažíva krízu likvidity. Európska centrálna banka je jediná inštitúcia, ktorá môže priniesť potrebnú likviditu do verejného sektora, ale španielska vláda nemá voči nej žiadne kontrolné či donucovacie mechanizmy. Depreciačia meny a jej následných pozitívnych dopadov v Španielsku však neexistuje, ako v prípade Veľkej Británie.

Z tohto jednoznačne vyplýva, že členovia eurozóny sú veľmi citliví na pohyby likvidít a že finančné trhy dokážu aj relatívne dobre hospodáriacu krajinu dostať do obtiažnej situácie, a vďaka svojej nedôvere a panike ohroziť jej kredibilitu a vystaviť ju problémom likvidity. Finančný trh teda disponuje obrovskou silou ovplyvňovať fiškálnu politiku monetárnej únie. Priaznivci trhovej efektivity a samostatnosti veria, že táto sila núti zle hospodáriace vlády fiškálnej disciplíny. Na druhej strane de Grauwe zdôrazňuje, že finančné trhy často podliehajú extrémnym emóciám, či už je to eufória alebo panika a podľa toho konajú zbytočne razantne.

Štatistika BIS hovorí<sup>67</sup>, že ich dlhopisy krajín eurozóny vlastnia z polovice zahraničné štáty, ako vo svojej publikácii tvrdí de Grauwe. Finančné trhy sú v eurozóne vysoko integrované, z čoho vyplýva, že dopady nedôvery v platobnú neschopnosť vlády sa dotýkajú bankového sektora nie-len v danej krajine, ale aj v ostatných a preto problém jedného člena eurozóny sa stáva problémom všetkých členov. Tieto externality vytvárajú silné predpokaldy nestability.

### **Dopady externalít podľa de Grauwea**

De Grauwe (2010) zverejňuje dva základné dopady nasledujúce po tlaku vyvolanom finančnými trhmi na vládnu platobnú schopnosť.

Prvá je, že keď sa investori sťahujú z určitej domácej lokality, zvyšuje sa výnosová sadzba zo štátnych dlhopisov. Keďže domáce banky tvoria významnú časť investorov do týchto dlhopisov, odzrkadlí sa to značnými stratami v ich rozvahe, inými slovami, ocitnú sa v situácii zhoršenej pozícii vlastného financovania. Táto skutočnosť hrala dôležitú rolu v prípadoch Grécka a Portugalska, kde dlhová kríza viedla ku kríze bankového sektora.

V tejto zložitej situácii členovia monetárnej únie nie sú schopní použiť rozpočtové stabilizačné mechanizmy. Recesia vedie k zhoršenému rozpočtovému deficitu a to vytvára ešte väčší pesimizmus finančných trhov. Vláda sa ocitá v problematickej situácii na pomedzí zhoršenej likvidity a solventnosti. Je nútená prevádzať úsporné opatrenia na zlepšenie rozpočtových vyhládok v čase recesie, čo pôsobí ako anit-stimulátor pre hospodárske oživenie, čiže od danej ekonomiky sa ťažko dá očakávať rast. Neschopnosť vyprodukovať hospodárske oživenie, samozrejme, vytvára strach a nedôveru na pôde finančných trhov. Tento bludný kruh má za následok to, že vrátenie sa krajiny na finančné trhy ako spoľahlivý partner, je pre člena eurozóny veľmi nákladná záležitosť.

## **4.2 Nevyriešená strata konkurencieschopnosti medzi členskými štátmi eurozóny**

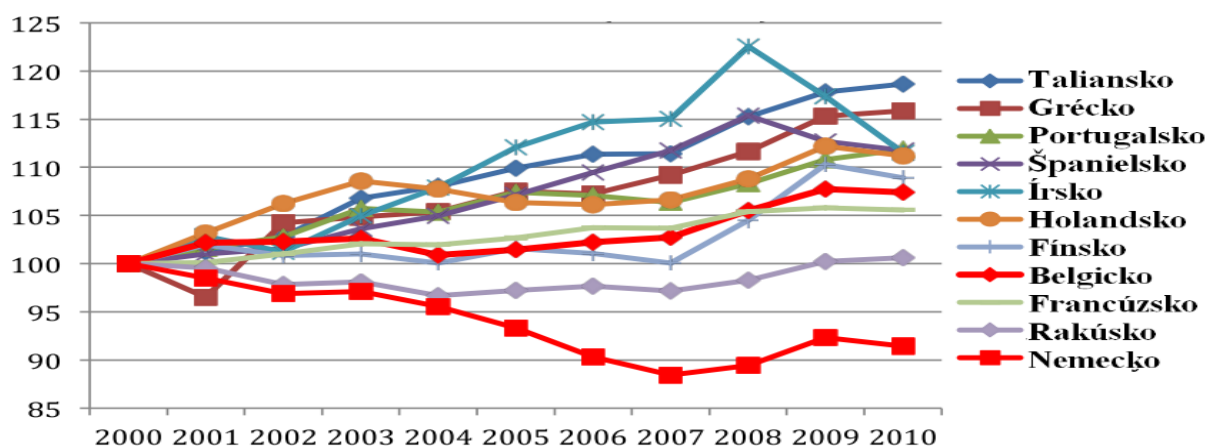
---

<sup>67</sup> DE GRAUWE, Paul. *The Governance of a Fragile Eurozone*. Brussels: Centre for European Policy Studies, 2011, 28 s. ISBN 978-94-6138-096-8.

Nastavené mechanizmy finančnej stabilizácie neposkytujú riešenie pre jednu zo základných nerovnováh v eurozóne a tou je nerovnováha v konkurencieschopnosti medzi jednotlivými štátmi, či regiónmi. Štáty, ktoré stratili konkurencieschopnosť ju musia znovunadobúdať. Vďaka dobre známemu faktu, že nedispnujú možnosťou devalvovať svoje menu, musia sa zaoberať vnútornou devalváciou, tj. znižovať mzdy a ceny a teda prevádzať deflačnú makroekonomickú politiku. To však nevyhnutne vedie k prehĺbovaniu recesie a zvyšuje rozpočtový deficit a finančné trhy sa opäť dostanú do nervozity. Obdobie zlepšenia konkurencieschopnosti je takisto pomalý a bolestivý proces pre člena monetárnej únie.

Náklady na jednotku práce sa v niektorých štátoch (Taliansko, Grécko, Portugalsko, Írsko a i.) neúmerne zvyšovali oproti nákladom na jednotku práce v Nemecku (viz. Graf č.3.2). Nemecko si vzhľadom k týmto štátom udržalo konkurencieschopné výrobné a exportné ekonomické prostredie, vďaka ktorému nestratil jeho zahraničný obchod dominantné postavenie nie-len v Európe ale aj vo svete.

**Graf 4.2. Náklady na jednotku práce pre vybrané štáty eurozóny (rok 2000=100)**



Zdroj: Európska komisia, Ameco

189 nemeckých ekonómov, ktorý podpísali deklaráciu oponujúcu stabilizačným mechanizmom tvrdia, že hlavné mechanizmy podporujúce finančnú asistenciu problematickým krajinám – EFSF a ESM – nie sú vo svojej podstate efektívne, pretože im neprinášajú solventnosť ani nezvyšujú ich konkurencieschopnosť<sup>68</sup>. Toto tvrdenie v súvislosti so so spomínanou solventnosťou môže byť patné pre prípad Grécka, ale nechápe podstatu dlhovej krízy vo zvyšku eurozóny, pretože uvažuje o verejnom dlhu ako o sérii

<sup>68</sup> MÜNCHAU, Wolfgang. Say no to Germany's competitiveness pact. *Financial Times* [online]. 27.02.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6100d1f0-42a8-11e0-8b34-00144feabdc0.html#axzz1tQokL0o5>

individuálnych problémov. De Grauwe zdôrazňuje potrebu chápania tejto krízy ako komplexné zlyhanie viacerých faktorov. Za prvé, obrovská zraniteľnosť krajín eurozóny, ktorých môže finančný trh dostať vcelku krátkym procesom do veľkých pochybností o platobnej schopnosti, či resp. neschopnosti. Štát v tejto pozícii je charakteristický vysokou výnosovou sadzbou zo svojich dlhopisov, chronicky vysokými rozpočtovými deficitmi, slabým hospodárskym rastom a krízou v domácom bankovom sektore. Za druhé, stupeň finančnej integrácie v monetárnej únii je tak vysoký, že podlomenie dôveryhodnosti jedného člena vytvára obrovskú externalitu, a to takú, že ovplyvňuje krajiny ostatné.

De Grauwe vidí ako riešenie pre vzniknuté konkurencieschopnostné disparity a stupeň finančnej integrácie postupné prehĺbovanie hospodárskych politík a ich plnú centralizáciu. Skutočnosť, že monetárna politika je centralizovaná a iné nástroje ostávajú v rukách národných vlád považuje za neefektivitu a podstatnú chybu v systéme. Ďalej vidí riešenie v emitovaní spoločných európskych dlhopisov v dvoch divíziách v súvislosti s ochranou krajín hodnotených ratingovými agentúrami AAA a s regulatívnym vysporiadaním sa s enormnými rizikovými transakciami bankového sektoru.

### **4.3 Časový nesúlad v otázke likvidity**

Problém Grécka mal byť spočiatku videný ako prvý demonštratívny príklad rozširujúcej sa globálnej krízy na trhy so štátnymi aktívami, kedy kapitálové trhy začali odmietat' refinancovať nadpriemerné objemy verejných dlhov, a obzvlášť v eurozóne, ktorej členovia sa nemohli spoliehať na podporu národných centrálnych bánk. Maastrichtská zmluva výslovne zakazuje akúkoľvek formu financovania štátnych dlhov Európskou centrálnou bankou, v záujme zachovania jej nezávislosti a s cieľom tlačiť na zodpovednú fiškálnu politiku jednotlivých členov eurozóny. Kým tento zákaz bol vcelku potrebný pre zachovanie cenovej stability, nezabraňuje možnosti vytvorenia problému, kedy averzia k riziku nastane do takej miery, že dokonca aj solventné štáty strácajú schopnosť rollovať svoj dlh. V takomto prípade sa stáva likvidita kľúčovým problémom – ako pre vlády – tak pre bankový sektor.

Problém vládneho dlhu môže byť sumarizovaný ako nesúlad v časovej otázke jeho „aktív“ - peňažný tok plynúci z príjmov do rozpočtu z daní, ktorý je skôr dlhodobého charakteru, a jeho „pasív“ - teda záväzkov voči subjektom vlastiacich štátne dlhopisy. Krajina s vyrovnaným rozpočtom by mohla byť za normálnych okolností považovaná za solventnú aj

v prípade, že jej verejný dlh/HDP sa rovná 100%, pretože s vyrovnaným rozpočtom sa táto hodnota môže systematicky znižovať za predpokladu rastu HDP. Avšak ak by priemerná splatnosť vládnej obligácie bola 8 rokov, táto pomyselná krajina by musela refinancovať 12,5% (hodnota, ktorú málokedy dosahujú aj najlepšie ekonomiky) zo svojho HDP každý rok, aby sa dostala do plusu<sup>69</sup>. Z tohto vyplýva, že akákoľvek krajina by sa mohla dostať do insolventnosti, ak by investori odmietli rollovať jej dlh. Na podobnom princípe fungujú banky. Banka má na strane svojich aktív svoje pohľadávky (poskytnuté financie vo forme pôžičiek), ktoré sú skôr dlhodobého charakteru, a na strane pasív sa nachádzajú záväzky banky. V prípade, ak by depozitári chceli spať svoje financie v rovnaký časový okamih, banka nie je schopná bezprostredne zlikvidovať svoje „pôžičkové portfolio“ a dostať sa k potrebnej likvidite.

Pre štát s národnou menou neexistuje tak obrovské riziko týkajúce sa refinancovania verejného dlhu, pretože stále existuje národná centrálna banka, ktorá môže poskytnúť potrebnú likviditu. Eurozóna potrebuje zálohu v otázke likvidity, ktorú by jej mala poskytnúť ECB.

Zvyčajne pre banky finálne rozhodnutia riešia fiškálne authority, Gros & Mayer argumentujú, že rovnaký princíp by mal platiť pre verejné dlhy v eurozóne, ba dokonca takýto princíp prisudzujú aj pre fungovanie ESM, ktoré takisto potrebuje likviditu. ESM má viacmenej dlhodobé zdroje financií - „aktíva“ v podobe výberu daní v jednotlivých členských štátoch a následného presunu financií do ESM vo forme splácania vlastného kapitálu.

Gros a Mayer (2012) tvrdia, že je vcelku možné, že jedného dňa dokonca ESM nebude schopné umiestniť všetky svoje plánované dlhopisy. Dôvod k možnosti nastania tejto situácii je ten, že čas potreby nadobudnutia financií bude kolerovať s časom, kedy bude mať problémy jeden z členov ESM a bude potrebovať likviditu. V tomto momente bude averzia zo strany investorov, samozrejme, vysoká voči danému štátu, avšak kapitálový trh môže preniesť svoje skeptické zmýšľanie aj voči emisiám ESM. To znamená vyššiu rizikovú prirážku vo výnosoch z dlhopisov ESM a tým táto inštitúcia stráca na efektívite a na pôvodnom zámere, pre ktorý má byť zrealizovaná.

---

<sup>69</sup> GROS, Daniel a Thomas MAYER. Liquidity in times of crisis: Even the ESM needs it. In: *Centre for European Policy Studies* [online]. Brussels, 2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.ceps.eu/book/liquidity-times-crisis-even-esm-needs-it>

Mnoho autorov argumentuje (medzi inými aj de Grauwe, 2011), že existuje nepísaný zákon medzi kapitálovým trhom v systéme vládných dlhov. Ak si trh myslí, že vláda je schopná platiť, táto aj platiť bude, pretože výnosy z obligácií sú nízke. Avšak ak si trh myslí, že vláda určitej krajiny nie je schopná platiť, táto ani nebude, pretože je vystavená obrovskej rizikovej prirážke vo výnose z jej obligácií, ktorá robí dlhovú službu tak drahou, že krajina nebude schopná nájsť dostatok finančných zdrojov na takéto financovanie.

V roku 2011 vyvstala otázka, či existuje dostatočné množstvo financií, ktoré bude kryť každého, kto sa dostane do problémov s neudržateľným dlhom. Grécku sa dostalo od eurozóny obzvlášť preferenčného správania. Finančná pomoc ho bude stáť menej ako 4% v úrokoch a takisto Írsko a Portugalsko dostali možnosť vo svojich programoch nielen čerpať financie za nízky úrok (priemerne 3,5%)<sup>70</sup> ale aj so zhovievavou dĺžkou splatnosti. Avšak kým tieto krajiny sa dostali k takpovediac štedrým pôžičkám, na druhej strane v roku 2011 na zvýšené náklady na dlh narazili hlavne štáty ako Španielsko a Taliansko, a dokonca aj krajiny ako Francúzsko či Holandsko. Gros & Mayer (2012) tvrdia, že nákaza strachom v kapitálovom trhu je prozaická: Absencia dostatočného množstva vysoko ohodnotenej fiškálnej sily v eurozóne. Je prinajmenšom zvláštne očakávať, že štáty ako Taliansko a Španielsko vložia v budúcnosti miliardy eur do požičiek Grécku (a Portugalsku a Írsku) pri nízkych úrokoch, keď oni sami platia za služby dlhu oveľa viac. Možnosti programového financovania pri nízkych úrokoch sú pri tejto argumentácii limitované.

#### **4.4 Finančný limit EFSF a ESM**

Permanentný záchranný mechanizmus ESM v polovici roku 2012 doplní dočasný mechanizmus EFSF a ich spoločná koexistencia bude trvať pod dobu jedného roka. Tieto mechanizmy však nemôžu niektorým krajinám poskytnúť také financovanie, aké sa dostalo už Grécku, Írsku a Portugalsku. Pomoc môžu poskytnúť malým ekonomikám z periférnych krajín. Existujúce programy pre tieto tri krajiny dosiahli už takmer 400 mld. eur, z čoho len Grécko čerpá takmer polovicu. Ekonomiky Talianska a Španielska sú viac než desaťkrát väčšie, z čoho sa dá vyvodiť, že pri najhoršom scenári týchto krajín, sa môže počítať s

---

<sup>70</sup> GROS, Daniel a Thomas MAYER. Liquidity in times of crisis: Even the ESM needs it. In: *Centre for European Policy Studies* [online]. Brussels, 2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.ceps.eu/book/liquidity-times-crisis-even-esm-needs-it>

čiasťkami cca 2 000 mld. eur (jednotlivo) pre ich záchranu a stabilizáciu kapitálových trhov. Ani doterajšie navyšovanie a pákovanie ESM nie je dostatočné v obojse financí, ktoré eventuálne môžu byť potrebné.

Financovanie tohto mechanizmu sa zakladá na garanciách a iných príspevkoch od jednotlivých štátov, tento separovaný model financovania je zraniteľný, a jeho problémy sa môžu rýchlo prevaliť do tzv. domino efektu. Spoľahnúť sa na krajiny, ktoré čelia vysokým nákladom na spravovanie a financovanie dlhu, že budú prispievať do záchranných mechanizmov, nie je úplne zodpovedné. Je nutné spomenúť fakt, že mnohé z ich rozhodnutí v budúcnosti budú čisto politické. V nadchádzajúcom neistom období nastane vládna výmena v Grécku (máj 2012), Taliansku (apríl 2013), ale aj vo Francúzsku (v prvej polovici roku 2012 budú prezidentské aj parlamentné voľby)<sup>71</sup>. Pre úsporné opatrenia už teraz vznikajú občianske nepokoje a všeobecný odpor voči pro-európskej politike, a tento fakt môže viesť k volebným víťazom s názormi oponujúcimi súčasným tendenciám k reformám a šetreniu vo verejných výdavkoch.

Ak sa teda dostanú do finančných problémov veľké ekonomiky Talianska a Španielska, ktoré dohromady nesú okolo jednej tretiny záruk z kapitálovej čiastky (208 mld. eur z celkovej čiastky 700 mld. eur v ESM; 232 miliardové garancie z celkovej čiastky 726 miliárd eur v EFSF), ostane bremeno garancií a iných príspevkoch na ramenách Nemecka, Holandska a iných vysoko ohodnotených krajín, a to by znamenalo zvýšené výnosy ich obligácií ako výsledok nedôvery investorov pre ich obrovské záväzky.

## **4.5 Morálny hazard bankového sektora**

Kríza v eurozóne v roku 2011 ukázala, že nie je možné oddeľovať tématiku neudržateľnosti verejných dlhov a dlhovej krízy od bankového sektora. Gros & Mayer (2012) sa domnievajú, že dôvody pre tento argument sú:

1. mnoho bánk drží veľký objem vládnych dlhov,
2. rating bánk závisí do veľkej miery od ratingu krajiny.

---

<sup>71</sup> Calendar of Elections. *Election guide* [online]. 2012 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.electionguide.org/calendar.php>



Vo všetkých periférnych krajinách držia banky štátne obligácie do výšky presahujúcej 100% svojho základného kapitálu. Akýkoľvek pád hodnoty týchto aktív by mal tak materiálny dopad na samotné banky. Ratingové agentúry zväčša nedávajú bankám vyšší rating ako samotným štátom v ktorom fungujú, z dôvodu, že za okolností novej finančnej krízy môže zachrániť banku jedine vláda. Tieto fakty ovplyvňujú možný scenár, že za finančného úpadku krajiny sa budú investori zbavovať nielen štátnych dlhopisov, ale aj dlhopisov tamojších bánk. To zase vplýva na zvýšené náklady na kapitál pre banky a robí ich to zraniteľnejšími. Banky by v tejto situácii mohli reagovať zníženou ochotou poskytnúť medzibankovú likviditu a takáto porucha v systéme medzibankových akcií a transferov vedie k zníženému stavu úverových tokov, čo v konečnom dôsledku znižuje celkový rast ekonomiky (Gros & Mayer, 2012).

Bankovému systému eurozóny poskytla Európska centrálna banka možnosť dostať sa k finančným prostriedkom zabezpečujúcim likviditu. V decembri roku 2011 uvoľnila 489 mld. eur a v marci 2012 529 mld. eur vo forme trojročných úverov označovaných ako LTRO<sup>72</sup>. De Grauwe (2012) vo svojej publikácii uvádza, že súčasnú krízu v bankovom systéme spôsobila takmer výlučne dlhová kríza. Po vystavení Grécka novej insolventnosti a následnej paniky na trhoch sa začali investori zbavovať obligácií ostatných periférnych ekonomík eurozóny, zvýšené výnosy týchto obligácií viedli k dlhovej kríze, a keďže väčšinu obligácií vlastní banky eurozóny, boli vystavené problémom likvidity. ECB sa nerozhodla intervenovať na primárnom trhu vládnych dlhopisov, ale delegovala odkupovanie vládnych dlhov na banky, ktorým ponúkla likviditu.

Avšak banky sú ešte stále nedôverčivé voči týmto aktívam a preto finančné zdroje od ECB použili len v malom množstve na kúpu vládnych dlhopisov. Výsledok tohto správania je, že ECB musela emitovať viac prostriedkov likvidity, než v prípade, že by sama primárne zasahovala do trhu s vládnymi dlhopismi. Ďalším prípadom neúspechu môže byť považovaná eventuálna budúca panika investorov, ktorí sa opäť budú zbavovať vládnych dlhopisov, čo by v konečnom dôsledku znamenalo podlomenie samotného významu týchto operácií ECB. Tretím prípadom neúspechu je vytvorenie problému morálneho hazardu u bánk. Momentálne je bankám poskytnuté lacné financovanie v obrovskom objeme, vďaka ktorému môžu ľahko dosahovať zisky. Toto pokúšne znižuje snahy o reštrukturalizáciu rozváh jednotlivých bánk, ktoré by mohli v budúcnosti zaistiť pružnosť ich fungovania v neistých časoch.

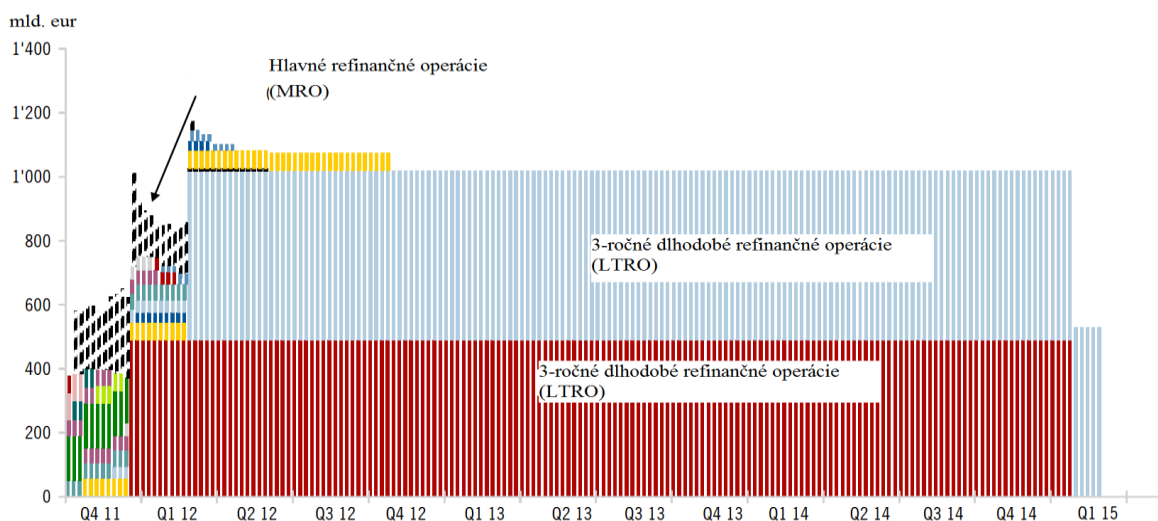
---

<sup>72</sup> Z angl. Long-term refinancing operations

Rovnaké riziko morálneho hazardu by však mohlo vzniknúť, ak by intervenovala ECB priamo na trhoch so štátnymi dlhopismi, tj. vlády by mohli stratiť motiváciu k redukcii deficitov, avšak táto problematika bola implementovaná do Zmluvy o stabilite, koordinácii a správe v hospodárskej a menovej únii, ktorá zaviazala 25 štátov EÚ k dodržiavaniu určitých fiškálnych pravidiel.

De Grauwe uvádza, že dlhodobé refinančné operácie ECB uvoľnili obrovský tlak na trhoch s dlhopismi a čiastočne upokojili situáciu, no toto uvoľnenie nemusí byť trvalé. Riziko plyní z periférnych krajín, ktoré sú – okrem iného aj nútenými úspornými plánmi – tlačené do recesie, čo prinesie opäť nelichotivé fiškálne výsledky a znovuobnoví nedôveru kapitálových trhov. Dôsledkom bude opäť krízová situácia, ktorá bude nútiť Európsku centrálnu banku robiť ťažké rozhodovania. Buď ostane verná princípu LTRO a naďalej bude uvoľňovať bankovému sektoru veľký objem likvidity, alebo zasiahne priamo na trhoch s vládnymi dlhopismi. Druhý prípad zatiaľ z politického hľadiska nie je možný, no možnosť prípadnej liberalizácie prísneho zmýšľania oponentov nie je nikdy vylúčená.

#### Grafické znázornenie operácií ECB uvoľňujúcich likviditu



Graf 4.5. Zdroj: Perspectives<sup>73</sup>

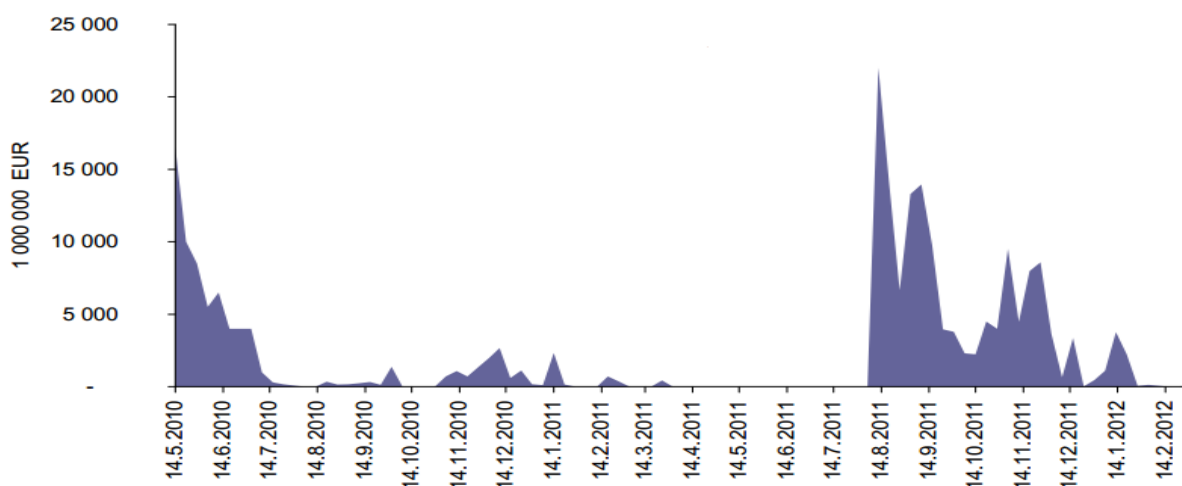
#### 4.6 Monetizácia dlhu, inflácia

<sup>73</sup> DURANTE, Jean-Pierre. Euro area: Second 3Y LTRO, the ECB part of the solution. *Perspectives* [online]. 01.03.2012 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://perspectives.pictet.com/2012/03/01/euro-area-second-3y-ltro-the-ecb-part-of-the-solution/>

Otáznou ale ostáva problematika cenovej stability. Správanie ECB totiž môže vďaka masívnemu nalievaniu peňazí do ekonomiky v budúcnosti popohnať smerom nahor mieru inflácie a monetizovať vládne dlhy.

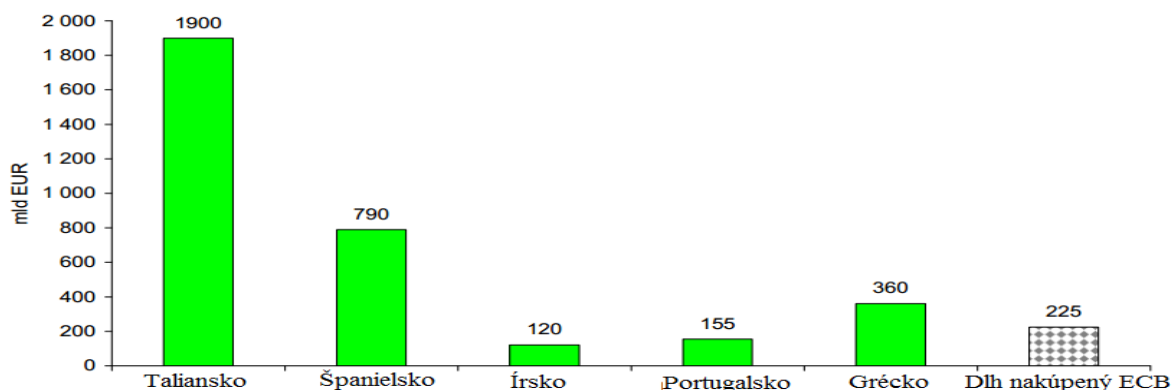
ECB okrem dlhodobých refinančných operácií zaviedla do praxe aj výkup štátnych dlhopisov problémových krajín, vo veľkom sa jedná najmä. V máji 2010 začala hojne skúpovať dlhopisy Grécka, Írska a Portugalska, v auguste 2011 sa zasa upriamila na vládne dlhy Talianska a Španielska v rámci Programu pre trhy s cennými papiermi, čím chcela upokojiť trhy. Výnosy z dlhopisov však neklesli ani po tomto zásahu ECB.

**Graf 4.6.1. Odkupy vládnych dlhopisov ECB (14.5.2010 - 2.3.2012)**



Zdroj: ECB, prevzaté od M.Singera „Dluhová krize v eurozóne a česká ekonomika“

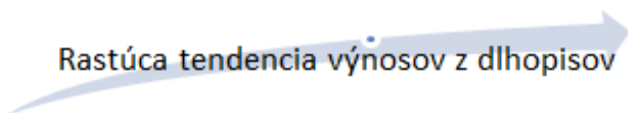
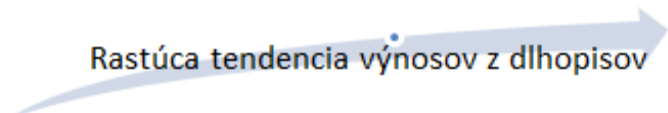
**Graf 4.6.2. Výška vládnych dlhov a dlh nakúpený ECB**



Zdroj: ECB, prevzaté od M.Singera „Dluhová krize v eurozóne a česká ekonomika“

Napriek intervenciám na trhoch s dlhopismi krajín eurozóny, po májovej intervencii (2010) ECB na trhoch s dlhopismi Írska, Grécka a Portugalska nasledujúce tri mesiace od intervencie výnosy zo štátnych dlhopisov spomínaných krajín neprestali rásť. Pozvolna začali klesať až od augusta 2011 írske obligácie; grécke a portugalské zostali v tendencii rastúcich výnosov. Vo februári 2012 boli grécke dlhopisy viazané výnosom až 29,24% a obligácie Portugalska sa držia celý spomínaný čas na dvojcifernom úroku. Podobný scenár sa odohrával na pôde s obligáciami Talianska a Španielska. Od augusta 2011, kedy intervenovala ECB nákupom dlhopisov Talianska, jeho výnosy z dlhopisov nasledujúce štyri mesiace rástli – síce pomalším tempom – ale z hodnoty 5,27% na 7,06% a cena španielskych dlhopisov sa výnosmi z 5,25 percentuálnej augustovej hodnoty zvýšila na 6,2% v novembri.

**Tabuľka 4.6.3. Tendencia rastu výnosov vybraných vládnych dlhopisov po intervencii ECB**

	05/2010	06/2010	07/2010	08/2010	09/2010	10/2010
Grécko	7,97	9,1	10,34	10,7	11,34	9,57
Írsko	4,86	5,31	5,32	5,3	6,14	6,42
Portugalsko	5,02	5,54	5,49	5,31	6,08	6,05
 Rastúca tendencia výnosov z dlhopisov						
	8/2011	9/2011	10/2011	11/2011	12/2011	01/2012
Španielsko	5,25	5,2	5,26	6,2	5,53	5,41
Taliansko	5,27	5,75	5,97	7,06	6,81	6,54
 Rastúca tendencia výnosov z dlhopisov						

Zdroj: ECB

Podľa dát aktualizovaných samotou Európskou centrálnou bankou bolo do tohto programu vložených – resp. objem skúpených dlhopisov 214 mld. eur (13. apríl 2012)<sup>74</sup>.

<sup>74</sup> ECB. *Open market operations* [online]. 2012. vyd. [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

#### **4.7 Dopad záruk v EFSF a splatenia základného imania v ESM na verejné financie jednotlivých rozpočtov**

Pri predstave najhoršieho scenára, pri ktorom by problematické štáty nedokázali splácať svoje záväzky a záruky v EFSF by nadobudli reálnu podobu vystavenia verejných financií jednotlivých garantov tejto spoločnosti, či splatenia celkového základného imania ESM, by štáty monetárnej únie museli bez výnimky presunúť naozaj obrovský peňažný objem do spomenutých inštitúcií. Objem v percentuálnom vyjadrení z nominálneho stavu dlhov jednotlivých štátov Príloha č.3. V súčasnosti prevažuje tendencia znižovania hrubých verejných dlhov a verejných výdajov. No v hypotetickom scenári, kedy by krajiny museli tieto výdaje zvyšovať v súvislosti so splatením garancií v EFSF a so splatením imania, ku ktorému sa upísali v ESM, by sa táto tendencia zďaleka nenapĺňovala. Je zaujímavé všimnúť si fakt, že napríklad v Estónsku tieto záväzky tvoria až 344% z ich hrubého verejného dlhu za rok 2010, v Slovinsku, Slovensku a Luxembursku je to niečo málo pod 50%, u Fínska 30%. Tieto štáty sa vyznačujú relatívne malým dlhom vyjadreným v percentách z HDP. Vystáva teda otázka, či sú plánované mechanizmy postavené s cieľom neohroziť verejné financie štátov, a ak - tak zrejme len dobre hospodáriacich, pretože tie ešte majú nevyčerpané limity v Maastrichtských kritériách . U štátov ako Írsko, Grécko, Portugalsko je to 10 až menej percentný podiel z ich súčasného dlhu (viz Príloha č.3).

Ďalším hypotetickým ohrozením by mohla byť súvislosť s existenciou Zmluvy o stabilite, koordinácii a správe v hospodárskej a menovej únii, Paktom stability a rastu a s princípom fungovania ESM, ktorý hovorí, že ak Rada guvernérov ESM rozhodne o splatení ďalšej časti kapitálu, štáty majú na tento úkon sedem dní. Tzv. fiškálna zmluva i Pakt stabilitu rastu hovoria o rozpočtovej disciplíne a o možnosti finančnej sankcii voči štátu, ktorý zásady porušuje. Pri úvahe, že krajina má naplánovaný rozpočet na fiškálny rok, a v priebehu jeho trvania vyzve ESM ku splateniu väčšieho množstva časti zo základného kapitálu, automaticky sa zvyšuje jeho deficit, čo je de facto porušením pravidiel o rozpočtovom hospodárení a štát je vystavený riziku finančných sankcií. Otázkou ostáva, ako sa k týmto štátom bude pristupovať.

## 5 Záver

Záverečná práca venovaná problematike mechanizmov finančnej stabilizácie v EÚ vo svojich jednotlivých kapitolách obsahuje príčiny ich vzniku a okolnosti vedúce k ich zavedeniu. Dospela som k záveru, že priebeh ich vzniku súvisí s dlhovou krízou, ktorej je vystavená najmä eurozóna. Proces iniciatívy a zrodu týchto mechanizmov bol vystavený zložitému prostrediu nadnárodného rozhodovania, čo predĺžilo čas od hlavnej myšlienky po samotnú ratifikáciu a uvedenia mechanizmov do života.

V práci ďalej konštatujem, že hlavným problémom vzniknutej situácie je neexistencia banky posledného rezortu v štátoch monetárnej únie a s tým súvisí vznik Európskeho finančného stabilizačného mechanizmu, Európskeho nástroja pre stabilitu a Európskeho stabilizačného mechanizmu. Tieto mechanizmy poskytujú určitú likviditu v inej forme, než tomu býva v štátoch s vlastnou monetárnou politikou a vyplýva z nich iná forma záruk a zodpovednosti. Likvidita je poskytovaná vo forme dlhodobých refinančných operácií bankovému sektoru aj samotnou Európskou centrálnou bankou, ktorá takisto nakupuje aj dlhopisy problémových krajín. Legislatívne opatrenia na nadnárodnej úrovni priniesli užšiu spoluprácu v regióne, kvantifikovali pravidlá fiškálnej politiky a automatizovali sankcie za ich porušovanie. Európska únia a jej aktéri ukázali finančným trhom, ktoré do veľkej miery determinujú vývoj verejných financií v jednotlivých štátoch, že dokážu spolupracovať na princípe solidarity a súdržnosti.

Na vznik týchto spomenutých mechanizmov sa vzťahujú - okrem ekonomických - aj politické súvislosti, ktoré sú popísané v druhej kapitole tejto práce. Je evidentné, že niektoré rozhodnutia, ktoré by mali byť učené ako rozhodnutia nadnárodného charakteru, sa úzko spájajú s národnou politickou vôľou a líniou a že na tomto princípe mohla neuspieť modifikácia kompetencií a rozsahu EFSF. Politický aktéri zastupujú záujmy svojich voličov a svojich občanov a preto aj rozhodnutia zdanlivo neprinášajúce prospech danému národu vo forme súhlasu na účasti mechanizmov finančnej stabilizácie, tento prospech prinesú, keďže finančný a bankový sektor je v regióne EÚ silno previazaný a dopady insolventnosti jedného štátu by pocítili všetky krajiny.

V tretej kapitole sa však zdôrazňujú možné riziká a nedostatky mechanizmov finančnej stabilizácie a krokov Európskej centrálnej banky. Nevyriešená ostáva problematika toku

peňažnej zásoby v eurozóne. Nadobudnutie eur po zbavovaní sa dlhopisov ako dôsledok nedôvery trhu pravdepodobne vyústi v ich presun do zodpovednejšie hospodáriacej krajiny a nezostáva tak súčasťou peňažnej zásoby daného štátu. Tento fakt spôsobuje skutočný problém s likviditou, na ktorú sú momentálne určené novovzniknuté mechanizmy finančnej stabilizácie, či kroky Európskej centrálnej banky. V kapitole sa konštatuje tiež výnimočne silný dopad nálad na finančných trhoch na verejné financie a nedostatok ich regulácie a tiež významný stupeň integrácie finančného sektora, ktorý prehĺbuje dôsledky dlhovej špirály. Nezanedbateľným výsledkom záverečnej práce je negatívny dopad anti-stimulačných hospodárskych opatrení, ktoré dominujú súčasnej hospodárskej politike, a ktoré prehĺbujú recesiú, či podporujú jej vznik.

Mechanizmy taktiež neriešia esenciálny problém eurozóny, ktorá disponuje markantnými rozdielmi v konkurencieschopnosti. Tento fakt dokážu odstrániť len reformné kroky jednotlivých členov v oblasti domácej hospodárskej politiky. Okrem spomínaných možných rizík je v poslednej časti záverečnej práce popísaný nedostatočný limit nastavených mechanizmov pre potreby všetkých krajín, a pojednáva aj o dopade činov Európskej centrálnej banky, ktoré môžu na základe dlhodobých refinančných operácií a výkupe štátnych dlhopisov v budúcnosti viesť k inflačným tlakom, či dokonca k monetizácii dlhu. Čo sa týka samotných garancií v EFSF a upísaných základných kapitálov v ESM, sa v tretej kapitole konštatuje, že vzťah medzi nimi a hrubým verejným dlhom je neúmerň. Členské štáty monetárnej únie s relatívne nízkym zadlžením sú v prípade potreby transferu týchto čiastok vystavené obrovskému zvýšeniu dlhu.

Celkovo som na základe vypracovania záverečnej práce „Mechanizmy finančnej stabilizácie v EÚ“ dospela k záveru, že Európska únia ako jedinečné integračné zoskupenie dokáže spolupracovať v úzkej koordinácii a v prípade potreby aj rozhodovať o vzniku bezprecedentných inštitúcií, ktoré sú nepostrádateľné pre krízové situácie. Avšak je nutné zdôrazniť aj fakt, že v najbližšom období ešte ostáva mnoho nevyriešených otázok a problémov, ktorými sa budú musieť európske authority zaoberať, aby bola zachovaná principiálna funkčnosť jednotnej meny monetárnej únie a aby súčasné úsporné tendencie v Európskej únii nespôsobovali recesiú, ale aby ich efektívne využitie prispelo k rastu a udržateľnosti.

## Zoznam použitej literatúry

### Monografia

- [1] BALDWIN, Richard, Daniel GROS a Luc LEAVEN. *Completing the Eurozone Rescue: What More Needs to be Done?*. London: Centre for Economic Policy Research, 2010. 98 s. ISBN 978-1-907142-10-9.
- [2] CINI, Michelle a Nivés Pérez-Solórzano BORRAGÁN. OXFORD. *European Union POLITICS*. Third edition. New York: Oxford University Press, 2010. 485 s. ISBN 978-0-19-9548637.
- [3] DE GRAUWE, Paul. *The Governance of a Fragile Eurozone*. Brussels: Centre for European Policy Studies, 2011, 28 s. ISBN 978-94-6138-096-8.
- [4] GIANVITI, François, Jürgen von HAGEN, Anne O. KRUEGER, Jean PISANI-FERRY a André SAPIR. *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*. Bruegel: Blueprint, 2010. 48 s. ISBN 978-9-078910-18-3.

### Elektronické zdroje

- [1] ABOUT EFSF. *European Financial Stabilisation Facility* [online]. 2012 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.efsf.europa.eu/about/index.htm>
- [2] *Bank of Finland Annual Report 2010* [online]. Helsinki: Edita Prima Oy, 2011 [cit. 2012-04-29]. ISSN 1456-579X. Dostupné z: [http://www.suomenpankki.fi/en/julkaisut/vuosikertomus/Documents/vk\\_2010\\_en.pdf](http://www.suomenpankki.fi/en/julkaisut/vuosikertomus/Documents/vk_2010_en.pdf)
- [3] Calendar of Elections. *Election guide* [online]. 2012 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.electionguide.org/calendar.php>
- [4] SINGER, Miroslav. ČESKÁ NÁRODNÁ BANKA. *Dluhová krize v eurozóně a česká ekonomika* [online]. 2012 [cit. 2012-05-09]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_pro\\_jevy/vystoupeni\\_projevy/download/singer\\_20120326\\_slovensko-ceska\\_obchodni\\_komora.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_pro_jevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20120326_slovensko-ceska_obchodni_komora.pdf)
- [5] DE JAGER, J.C. DIRECTIE FINANCIËLE MARKTEN. *Kamervragen aangaande exposures van Nederlandse banken, verzekeraars en pensioenfondsen op Griekse staatsobligaties* [online]. Haag, 22.06.2011. Dostupné z: <http://www.rijksoverheid.nl/ministeries/fin/documenten-en->



[publicaties/kamerstukken/2011/06/22/exposures-op-griekenland-van-nederlandse-instellingen.html](http://publicaties/kamerstukken/2011/06/22/exposures-op-griekenland-van-nederlandse-instellingen.html)

[6] DURANTE, Jean-Pierre. Euro area: Second 3Y LTRO, the ECB part of the solution. *Perspectives* [online]. 01.03.2012 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://perspectives.pictet.com/2012/03/01/euro-area-second-3y-ltro-the-ecb-part-of-the-solution/>

[7] ECB. Rozhodnutie Európskej centrálnej banky zo 14. mája 2010. In: Frankfurt nad Mohanom, 2010. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/Notice.do?mode=dbl&lang=en&ihmlang=en&lng1=en.sk&lng2=bg,cs,da,de,el,en,es,et,fi,fr,hu,it,lt,lv,mt,nl,pl,pt,ro,sk,sl,sv,&val=516346:cs&page=>

[8] ECB. *Long-term interest rate statistics for EU Member States* [online]. 2011, 13.04.2012 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/stats/money/long/html/index.en.html>

[9] ECB. *Open market operations* [online]. 2012. vyd. [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

[10] Estonia approves eurozone rescue fund boost. *EUBUSINESS* [online]. 29.09.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.eubusiness.com/news-eu/finance-economy.ckz>

[11] EU Economic governance "Six-Pack" enters into force. *Europa* [online]. 2011 [cit. 2012-04-30]. Dostupné z: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=MEMO/11/898>

[12] EU wide-stress test aggregate report. In: *European System of Financial Supervision* [online]. [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: [stress-test.eba.europa.eu/pdf/EBA\\_ST\\_2011\\_Summary\\_Report\\_v6.pdf](http://stress-test.eba.europa.eu/pdf/EBA_ST_2011_Summary_Report_v6.pdf).

[13] EU. Council regulation establishing a European financial stabilisation mechanism. In: Brussels, 2010, 407/2010. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2010:118:0001:0001:EN:PDF>

[14] EU. EFSF Framework Agreement. In: Brussels, 2010. Dostupné z: [http://www.efsf.europa.eu/attachments/20111019\\_efsf\\_framework\\_agreement\\_en.pdf](http://www.efsf.europa.eu/attachments/20111019_efsf_framework_agreement_en.pdf)

[15] EU. Konsolidované znenie zmluvy o fungovaní Európskej únie. In: Brusel, 2010. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:sk:PDF>

- [16] EU. Konsolidované znenie zmluvy o fungovaní Európskej únie. In: Brusel, 2010. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2010:083:0047:0200:sk:PDF>
- [17] EÚ. ZMLUVA O STABILITE, KOORDINÁCII A SPRÁVE V HOSPODÁRSKEJ A MENOVEJ ÚNII. In: Brusel, 2011. Dostupné z: [http://european-council.europa.eu/media/639161/19\\_tscg.sk.12.pdf](http://european-council.europa.eu/media/639161/19_tscg.sk.12.pdf)
- [18] EUROPEAN COMMISSION. *The economic adjustment programme for Greece* [online]. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications, 2010 [cit. 2012-03-18]. ISBN 978-92-79-15074-6. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2010/pdf/ocp61\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/pdf/ocp61_en.pdf)
- [19] EUROPEAN COMMISSION. *The economic adjustment programme for Portugal* [online]. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications, 2011 [cit. 2012-03-18]. ISBN 978-92-79-19332-3. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2010/pdf/ocp61\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/pdf/ocp61_en.pdf)
- [20] EUROPEAN COMMISSION. *The second economic adjustment programme for Greece* [online]. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications, 2012 [cit. 2012-03-18]. ISBN 978-92-79-22849-0. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2012/pdf/ocp94\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2012/pdf/ocp94_en.pdf)
- [21] EUROPEAN COMMISSION. *The economic adjustment programme for Ireland* [online]. Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs Publications, 2011 [cit. 2012-03-18]. ISBN 978-92-79-19326-2. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2011/pdf/ocp76\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2011/pdf/ocp76_en.pdf)
- [22] European economy. Occasional papers. *EUROPEAN COMMISSION* [online]. 2010 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/occasional\\_paper/2010/op61\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2010/op61_en.htm)
- [23] EURÓPSKA CENTRÁLNA BANKA. *Výročná správa 2010* [online]. Frankfurt nad Mohanom, 2011 [cit. 2012-03-18]. ISBN 1830-3005 (elektorická verzia). Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2010en.pdf>
- [24] EU-wide stress test. *Bundesbank* [online]. 2010 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: [http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht\\_cebs\\_stresstest.en.php](http://www.bundesbank.de/bankenaufsicht/bankenaufsicht_cebs_stresstest.en.php)

- [25] Fínsko odmietlo zmeny v princípe jednoty. *EURO INFO* [online]. 09.12.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: [http://www.euroinfo.gov.sk/finsko-odmietlo-zmeny-v-principe-jednoty/?day=2012-03-22&art\\_datum\\_od=2012-03-01&art\\_datum\\_do=2012-03-01](http://www.euroinfo.gov.sk/finsko-odmietlo-zmeny-v-principe-jednoty/?day=2012-03-22&art_datum_od=2012-03-01&art_datum_do=2012-03-01)
- [26] Germany's Cabinet Approves Bill On Permanent Rescue Fund ESM. *Forexlive* [online]. 2012 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.forexlive.com/blog/2012/03/14/germanys-cabinet-approves-bill-on-permanent-rescue-fund-esm/>
- [27] Grécke banky poskytnú Fínsku kolaterál. *SME* [online]. 15.02.2012 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://ekonomika.sme.sk/c/6260966/grecke-banky-poskytnu-finsku-kolateral.html>
- [28] GROS, Daniel a Thomas MAYER. Liquidity in times of crisis: Even the ESM needs it. In: *Centre for European Policy Studies* [online]. Brussels, 2012 [cit. 2012-05-07]. Dostupné z: <http://www.ceps.eu/book/liquidity-times-crisis-even-esm-needs-it>
- [29] History of all ECB open market operations. ECB. [online]. 2012 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: [http://www.ecb.int/mopo/implementation/omo/html/top\\_history.en.html](http://www.ecb.int/mopo/implementation/omo/html/top_history.en.html)
- [30] Italy bond yields rise past 7%. *Credit Lime* [online]. 09.11.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://blog.creditlime.com/2011/11/09/italy-bond-yields-rise-past-7/>
- [31] JENKINS, Keith, Emma CHARLTON. German, Dutch Bonds Rise on Signs Euro Crisis Deepening; Greek Debt Falls. *Bloomberg* [online]. 09.09.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.bloomberg.com/news/2011-09-09/german-10-year-bund-yields-approach-record-low-as-stocks-damp-safety-bid.html>
- [32] KERN, Miroslav, Mária MIHÁLIKOVÁ, Zuzana PETKOVÁ a Michal TRŠKO. Minúta po minúte (utorok): Vláda padla, euroval neprešiel. *SME* [online]. 11.10.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.sme.sk/c/6091870/minuta-po-minute-utorok-vlada-padla-euroval-nepresiel.html>
- [33] KOUBEK, David. Merkelová na Právnické fakultě: Konec EU neočekávám. *Rozhlas.cz* [online]. 03.04.2012 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: [http://www.rozhlas.cz/zpravy/politika/\\_zprava/merkelova-na-pravnicke-fakulte-konec-eu-necekavam--1041253](http://www.rozhlas.cz/zpravy/politika/_zprava/merkelova-na-pravnicke-fakulte-konec-eu-necekavam--1041253)

- [34] Lending operations. *EFSF* [online]. 2012 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.efs.europa.eu/about/operations/index.htm>
- [35] Les banques françaises très exposées aux "PIIGS". *L'Expansion* [online]. 14.09.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: [http://lexpansion.lexpress.fr/economie/les-banques-francaises-tres-exposees-aux-piigs\\_262389.html](http://lexpansion.lexpress.fr/economie/les-banques-francaises-tres-exposees-aux-piigs_262389.html)
- [36] Luxembourg. European Financial Stability Facility. In: Luxembourg: EFSF, 2010. Dostupné z: [http://www.efs.europa.eu/attachments/faq\\_en.pdf](http://www.efs.europa.eu/attachments/faq_en.pdf)
- [37] MARGETINY, Peter. Tri problémy, ktoré pozerajú eurozónu zaživa. *Hospodárske noviny* [online]. 03.10.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://finweb.hnonline.sk/c1-53078820-tri-problemy-ktore-pozieraju-eurozonu-zaziva>
- [38] MÜNCHAU, Wolfgang. Say no to Germany's competitiveness pact. *Financial Times* [online]. 27.02.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6100d1f0-42a8-11e0-8b34-00144feabdc0.html#axzz1tQokL0o5>
- [39] Nemecký ústavný súd rozhodne o legitímnosti eurovalu. *Euractiv* [online]. 2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.euractiv.sk/ekonomika-a-euro/clanok/nemecky-ustavny-sud-rozhodne-o-legitimnosti-eurovalu-017762>
- [40] ONUFEROVÁ, Marianna. Trhy strácajú dôveru aj v dlhopisy Rakúska. *SME* [online]. 15.11.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://ekonomika.sme.sk/c/6141852/trhy-stracaju-doveru-aj-v-dlhopisy-rakuska.html>
- [41] PETKOVÁ, Zuzana. Val v Európe nepodporili najmä extrémistické strany. *Hospodárske noviny* [online]. 11.10.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.sme.sk/c/6092883/val-v-europe-nepodporili-najma-extremisticke-strany.html>
- [42] Práví Fini vystrašili Európu. *PRAVDA* [online]. 17.04.2011 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: [http://spravy.pravda.sk/pravi-fini-vystrasili-europu-d24-/sk\\_svet.asp?c=A110417\\_201921\\_sk\\_svet\\_p29](http://spravy.pravda.sk/pravi-fini-vystrasili-europu-d24-/sk_svet.asp?c=A110417_201921_sk_svet_p29)
- [43] Prvá správa komisie o mechanizme varovania: riešenie makroekonomických nerovnováh v EÚ. In: *EURÓPSKA KOMISIA* [online]. 2012 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/12/132&format=HTML&aged=0&language=SK&guiLanguage=en>

[44] ROGERS, Simon, Ami SEDGHI a John BURN-MURDOCH. Credit ratings: how Fitch, Moody's and S&P rate each country. *Guardian* [online]. 15.03.2012 [cit. 2012-04-29]. Dostupné z: <http://www.guardian.co.uk/news/datablog/2010/apr/30/credit-ratings-country-fitch-moodys-standard>

[45] SLOBODA A SOLIDARITA. *Euroval - Cesta k socializmu* [online]. 2011 [cit. 20.03.2012]. Dostupné z: <http://www.strana-sas.sk/euroval---cesta-k-socializmu/382>  
Správa ekonomických záležitostí EÚ: Komisia predkladá komplexný balík legislatívnych opatrení. *EUROPA. PRESS RELEASES* [online]. 2010 [cit. 2012-04-28].

[46] Top Economists Warn of France Downgrade. *Spiegel* [online]. 10.17.2011 [cit. 2012-04-28]. Dostupné z: <http://www.spiegel.de/international/europe/0,1518,792259,00.html>

## **Zoznam skratiek**

EÚ – Európska únia

EFSF – European Financial Stabilisation Facility – Európsky nástroj finančnej stability

EFSM – European Financial Stabilisation Mechanism – Európsky finančný stabilizačný mechanizmus

ESM – European Stabilisation Mechanism – Európsky stabilizačný mechanizmus

ECB – Európska centrálna banka

LTRO – Long-term refinancing operations – Dlhodobé refinančné operácie

PIIGS – Štáty Portugalsko, Írsko, Taliansko, Grécko, Španielsko

Mld. – Miliardy

HDP – Hrubý domáci produkt

MMF – Medzinárodný menový fond

BIS – Bank for International Settlements

## Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

-jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;

-beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);

-souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;

-bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;

-bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 10.5.2012.....

.....  
Júlia Hrivíková

Júlia Hrivíková

## **Zoznam príloh**

**Príloha č. 1:** Hrubý verejný dlh v štátoch eurozóny (mil. eur)

**Príloha č. 2:** Hrubý verejný dlh v štátoch eurozóny (% z HDP)

**Príloha č. 3:** Analýza základného imania v ESM a záruk v EFSF vo vzťahu na hrubý verejný dlh jednotlivých štátov



**Príloha č. 1 Hrubý verejný dlh vyjadrený v miliónoch eur**

<b>Štát/rok</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>
<b>Belgicko</b>	282105,9	309191,2	326318,8	340738,5
<b>Nemecko</b>	1582466,1	1649045,9	1767744,2	2061794,7
<b>Estónsko</b>	592,2	737,4	991,3	956,7
<b>Írsko</b>	47159,4	79602	104648,1	144268,7
<b>Grécko</b>	239300	263131	299537	329351
<b>Španielsko</b>	381401	435822	563878	641802
<b>Francúzsko</b>	1211563	1318601	1492746	1591169
<b>Taliansko</b>	1602107	1666584	1763629	1842826
<b>Cyprus</b>	9307,3	8388,1	9864,5	10652,6
<b>Luxembursko</b>	2502	5394,9	5527,2	7672,5
<b>Malta</b>	3385	3632,5	3954	4250,4
<b>Holandsko</b>	258982	347525	347102	369894
<b>Rakúsko</b>	165023,7	180475,2	191069,1	205576,1
<b>Portugalsko</b>	115587,1	123108,4	139944,5	161256,5
<b>Slovinsko</b>	7980,9	8180,1	12449,5	13736,7
<b>Slovensko</b>	16324,9	18623,6	22331,3	26998,4
<b>Fínsko</b>	63225	63015	74998	86975

Zdroj: Eurostat, 2012

**Príloha č. 2 Hrubý verejný dlh vyjadrený ako % z HDP**

Štát/rok	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Belgicko</b>	130,2	127,2	122,5	117,2	113,6	107,8	106,5	103,4	98,4	94	92	88	84,1	89,3	95,9	96,2
<b>Nemecko</b>	55,6	58,5	59,8	60,5	61,3	60,2	59,1	60,7	64,4	66,3	68,6	68,1	65,2	66,7	74,4	83,2
<b>Estónsko</b>	8,2	7,6	7	6	6,5	5,1	4,8	5,7	5,6	5	4,6	4,4	3,7	4,5	7,2	6,7
<b>Írsko</b>	81,2	72,7	63,7	53	48	37,5	35,2	31,9	30,7	29,4	27,2	24,7	24,8	44,2	65,2	92,5
<b>Grécko</b>	97	99,4	96,6	94,5	94	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100	106,1	107,4	113	129,3	144,9
<b>Španielsko</b>	63,3	67,4	66,1	64,1	62,4	59,4	55,6	52,6	48,8	46,3	43,1	39,6	36,2	40,1	53,8	61
<b>Francúzsko</b>	55,5	58	59,2	59,4	58,9	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	64,2	68,2	79	82,3
<b>Taliansko</b>	120,9	120,2	117,4	114,2	113	108,5	108,2	105,1	103,9	103,4	105,4	106,1	103,1	105,8	115,5	118,4
<b>Cyprus</b>	51,8	53,1	57,4	59,2	59,3	59,6	61,2	65,1	69,7	70,9	69,4	64,7	58,8	48,9	58,5	61,5
<b>Luxembursko</b>	7,4	7,4	7,4	7,1	6,4	6,2	6,3	6,3	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	13,7	14,8	19,1
<b>Malta</b>	35,3	40,1	48,4	53,4	57,1	54,9	60,9	59,1	67,6	71,7	69,7	64,1	62,1	62,2	67,8	69
<b>Holandsko</b>	76,1	74,1	68,2	65,7	61,1	53,8	50,7	50,5	52	52,4	51,8	47,4	45,3	58,5	60,8	62,9
<b>Rakúsko</b>	68,2	68,1	64,1	64,4	66,8	66,2	66,8	66,2	65,3	64,7	64,2	62,3	60,2	63,8	69,5	71,8
<b>Portugalsko</b>	59,2	58,3	54,4	50,4	49,6	48,5	51,2	53,8	55,9	57,6	62,8	63,9	68,3	71,6	83	93,3
<b>Slovinsko</b>	18,6	21,9	22,4	23,1	24,1	26,3	26,5	27,8	27,2	27,3	26,7	26,4	23,1	21,9	35,3	38,8
<b>Slovensko</b>	22,1	31,1	33,7	34,5	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,6	27,8	35,5	41
<b>Fínsko</b>	56,6	57	53,9	48,4	45,7	43,8	42,5	41,5	44,5	44,4	41,7	39,6	35,2	33,9	43,3	48,3

Zdroj: Eurostat, 2012

**Príloha č.3 Analýza základného imania v ESM a záruk v EFSF vo vzťahu na hrubý verejný dlh jednotlivých štátov**

Štát/rok	2010	Základné imanie v ESM (v €)	Záruky v EFSF (v €)	Základné imanie ESM vyjadrené ako % z hrubého verejného dlhu(2010)	Základné imanie v ESM a záruky v EFSF vyjadrené ako % z hrubého verejného dlhu(2010)
<b>Belgicko</b>	340 738 500 000	24 339 700 000	27 031 990 000	7,14	15,08
<b>Nemecko</b>	2 061 794 700 000	190 024 800 000	211 045 900 000	9,22	19,45
<b>Estónsko</b>	956 700 000	1 302 000 000	1 994 860 000	136,09	344,61
<b>Írsko</b>	144 268 700 000	11 145 400 000		7,73	7,73
<b>Grécko</b>	329 351 000 000	19 716 900 000		5,99	5,99
<b>Španielsko</b>	641 802 000 000	83 325 900 000	92 543 560 000	12,98	27,40
<b>Francúzsko</b>	1 591 169 000 000	142 701 300 000	158 487 530 000	8,97	18,93
<b>Taliansko</b>	1 842 826 000 000	125 395 900 000	139 267 810 000	6,80	14,36
<b>Cyprus</b>	10 652 600 000	1 373 400 000	1 525 690 000	12,89	27,21
<b>Luxembursko</b>	7 672 500 000	1 752 800 000	1 946 940 000	22,85	48,22
<b>Malta</b>	4 250 400 000	511 700 000	704 330 000	12,04	28,61
<b>Holandsko</b>	369 894 000 000	40 019 000 000	44 446 320 000	10,82	22,84
<b>Rakúsko</b>	205 576 100 000	19 483 800 000	21 639 190 000	9,48	20,00
<b>Portugalsko</b>	161 256 500 000	17 564 400 000		10,89	10,89
<b>Slovinsko</b>	13 736 700 000	2 993 200 000	3 664 300 000	21,79	48,47
<b>Slovensko</b>	26 998 400 000	5 768 000 000	7 727 570 000	21,36	49,99
<b>Fínsko</b>	86 975 000 000	12 581 800 000	13 974 030 000	14,47	30,53

Zdroj: EFSF, Treaty of Establishing the European Stabilisation Mechanism, vlastné výpočty

